

## แสนสิริ

### 2H57-ปี 2558 เห็นสัญญาณดีขึ้น

ทิศทางกำไร 3Q57-4Q57 ปรับเพิ่มขึ้น จากหลายคอนโดฯใหม่ที่จะทยอยโอนฯ ส่วนปี 2558 ฐานรายได้, Presale, โครงการใหม่ และกำไรปกติมีทิศทางเติบโตขึ้น ขณะที่ ESP จะถูกกดดันจากการเพิ่มทุน คงค่าแนะนำ คือ ที่ FV ปี 58 @ 2.19 บาท

#### ■ กำไร 3Q57 เติบโต จากการส่งมอบคอนโดฯใหม่

SIRI ประกาศผลประกอบการงวด 3Q57 มีกำไรจากการดำเนินงาน 791 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 47% QoQ และ 80% YoY สาเหตุหลักมาจากการบันทึกกำไรจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น 20% QoQ มาที่ระดับ 7 พันล้านบาท (สัดส่วนแนวราบ 46% และคอนโดฯ 54%) โดยมีการส่งมอบคอนโดฯใหม่ 7 โครงการ ขณะที่ Gross Margin จากการขายดีขึ้นเล็กน้อยมาที่ 33.7% เพราะคอนโดฯมีอัตราการทำกำไรสูงกว่าแนวราบ และหนุนให้ Norm Profit Margin เท่ากับ 10.7% โดยรวม 9 เดือนแรกของปี SIRI มีกำไรจากการดำเนินงาน 1.3 พันล้านบาท (ไม่รวมกำไรจากการขายอาคารสิทธิประโยชน์ช่วงต้นปี) เติบโต 56% YoY และคิดเป็นสัดส่วน 46% ของประมาณการปี 2557 ส่วนแนวโน้มกำไร 4Q57 คาดว่าจะเป็นจุดสูงสุดของปี เพราะมี Backlog รอโอนฯแล้วกว่า 9.9 พันล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นคอนโดฯที่มีกำหนดสร้างเสร็จช่วงปลายปี

#### ■ ปี 2558 กลับมารุกเปิดโครงการในกทม.อีกครั้ง

ผู้บริหารตั้งเป้าหมายรายได้ปี 2558 ไว้ที่ 3.5 หมื่นล้านบาท เพิ่มจากปีนี้ที่คาดว่าจะทำได้ 2.9 หมื่นล้านบาท โดยมี Backlog รองรับแล้ว 62% ซึ่งส่วนที่เหลือจะต้องขาย-โอนฯบ้านแนวราบและสตูดิโอคอนโดฯ โดยคาดหวัง Norm Profit Margin เพิ่มขึ้นเป็น 12-13% จากปีนี้ได้ 9-10% ส่วนเป้าหมาย Presale อยู่ที่ 3-3.3 หมื่นล้านบาท จากปีนี้อยู่ในระดับต่ำ 1.2 หมื่นล้านบาท เพราะจะกลับมาเปิดโครงการใหม่ 18-20 โครงการ เพิ่มจากปีนี้ที่เปิดไป 10 โครงการ โดยจะกลับมาเน้นเปิดคอนโดฯในเขตกรุงเทพฯและปริมณฑลมากขึ้น และลดสัดส่วนโครงการในต่างจังหวัดลง ซึ่งรวมถึงโครงการที่ร่วมทุนกับ BTS ตรงสถานีรถไฟฟ้ามหานคร (ตรงข้ามสวนรถไฟ) เนื้อที่ 5 ไร่ มูลค่า 5.3 พันล้านบาท ซึ่งจะเปิดขายในเดือนมี.ค.58 มีกำหนดแล้วเสร็จในปี 2561 ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรปี 2558 ไว้ที่ 3.16 พันล้านบาท โต 12% YoY แต่เมื่อพิจารณา Norm EPS คาดว่าจะลดลง 9% YoY เพราะรวมผล Dilute จากการเพิ่มทุน RO ที่เกิดขึ้นในช่วง 4Q57 เข้ามา

#### ■ คงค่าแนะนำ คือ ที่ Fair Value 2.19 บาท

คงแนะนำถือที่ Fair Value ปี 2558 ถึง PER 10 เท่า จะได้ราคาที่เหมาะสม 2.19 บาท

Key Data	FY55A	FY56A	FY57F	FY58F	FY59F
ยอดขาย (ลบ)	29,821	28,597	30,983	32,038	31,397
กำไรสุทธิ (ลบ)	2,938	1,930	3,687	3,164	3,101
Norm Profit (ลบ)	2,868	1,912	2,816	3,164	3,101
Norm EPS (บาท)	0.39	0.21	0.24	0.22	0.21
PER (เท่า)	5.2	9.7	8.4	9.2	9.4
DPS (บาท)	0.17	0.10	0.11	0.11	0.11
Dividend Yield (%)	8.4	5.0	5.4	5.4	5.3
BV (บาท)	1.93	1.79	1.81	1.98	2.20
PBV (เท่า)	1.05	1.13	1.11	1.02	0.92

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าจะประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆของผู้ท่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้ท่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใดๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่าจะกรณีใด

## SIRI

### แนะนำ : ถือ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 2.02

ราคาเป้าหมาย (บาท): 2.19

Upside : 8 %

Dividend Yield : 5.4 %

Total Return : 13.4 %

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 21,666

CG Score: ▲▲▲▲▲

### Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ IAA consensus			
EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2557F	0.24	0.26	-8%
2558F	0.22	0.22	-1%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, IAA consensus

วีรพล เหลืองอมรชัย

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 033624

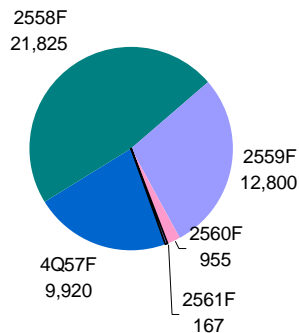
Weerapon.re@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	% QoQ	% YoY	9M57	9M56	% YoY	2557F	2556	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	5,209	14,026	5,111	7,572	7,042	8,873	4,355	6,080	7,285	19.8%	3.5%	17,721	19,724	-10.2%	30,983	28,597	8.3%
ต้นทุนขาย	3,406	9,474	3,478	5,140	4,812	5,838	2,950	4,108	4,888	19.0%	1.6%	11,946	13,430	-11.0%	21,007	19,268	9.0%
กำไรขั้นต้น	1,802	4,552	1,633	2,432	2,229	3,035	1,405	1,972	2,398	21.6%	7.5%	5,775	6,295	-8.3%	9,976	9,329	6.9%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	1,337	2,213	1,661	1,821	1,614	1,712	1,379	1,249	1,342	7.5%	-16.8%	3,971	5,096	-22.1%	6,197	6,808	-9.0%
EBITDA	589	2,498	84	785	752	1,510	174	890	1,225	37.6%	62.8%	2,289	1,621	41.2%	4,416	3,151	40.1%
กำไรสุทธิ	389	1,713	(86)	521	438	1,057	830	538	794	47.7%	81.1%	2,161	873	147.7%	3,687	1,930	91.1%
Norm Profit	372	1,660	(104)	489	440	1,087	(42)	537	791	47.3%	79.7%	1,287	825	56.0%	2,816	1,912	47.3%
Norm EPS	0.05	0.23	(0.01)	0.05	0.05	0.11	(0.00)	0.06	0.08	34.4%	63.4%	0.13	0.09	45.7%	0.24	0.21	14.4%
Gross Margin (%)	34.6%	32.5%	32.0%	32.1%	31.7%	34.2%	32.3%	32.4%	32.9%			32.6%	31.9%		32.2%	32.6%	
Norm Profit Margin (%)	7.0%	11.8%	-2.0%	6.3%	6.2%	12.1%	-0.9%	8.7%	10.7%			7.3%	4.2%		9.0%	6.6%	

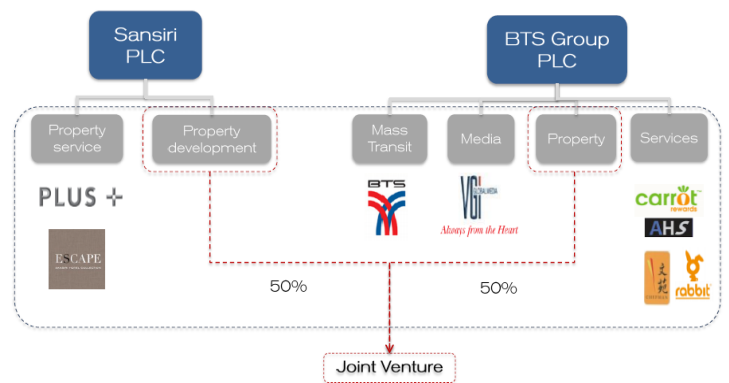
ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP

ยอด Backlog 4.57 หมื่นล้านบาท ที่มีกำหนดโอนฯรายปี



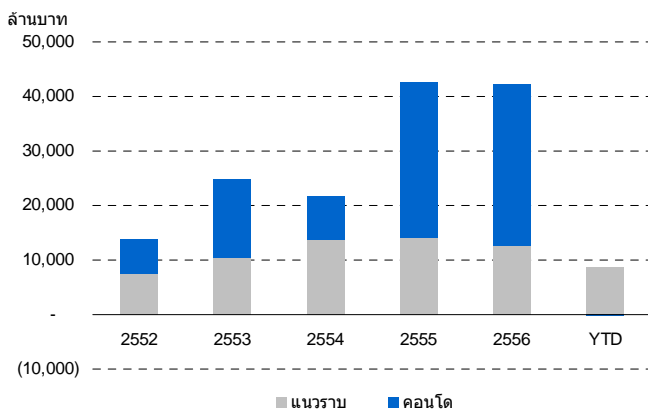
ที่มา : SIRI

โครงสร้างที่ร่วมกันเป็น Exclusive Partner



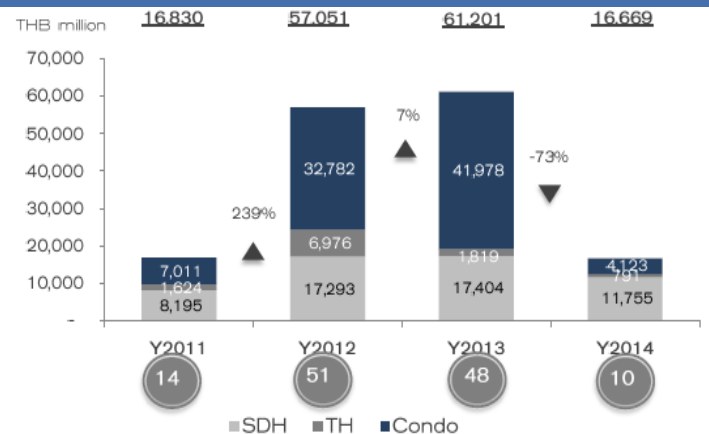
ที่มา : SIRI

## ยอด Presale รายปี



ที่มา : ฝ่ายวิจัย

## แผนการเปิดโครงการใหม่รายปี



ที่มา : SIRI

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2557-59 ของ SIRI

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
รายได้ธุรกิจหลัก	28,597	30,983	32,038	31,397					
ต้นทุนขาย	19,268	21,007	21,719	21,287	กำไรสุทธิ	1,930	3,687	3,164	3,101
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>9,329</b>	<b>9,976</b>	<b>10,319</b>	<b>10,109</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	20,206	1,348	1,453	1,428
ค่าใช้จ่ายในการขาย	6,808	6,197	6,087	5,965	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	240	252	264	277
ดอกเบี้ยจ่าย	616	644	662	652	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	-	-	-	-
รายได้อื่น	390	385	385	385	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(31,964)	(13,815)	(2,810)	(2,897)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,295	3,520	3,955	3,876	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(9,589)</b>	<b>(8,528)</b>	<b>2,071</b>	<b>1,909</b>
ภาษีเงินได้	384	704	791	775					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	1	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	17	36	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	18	872	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	21	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,930</b>	<b>3,687</b>	<b>3,164</b>	<b>3,101</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(853)	(572)	(629)	(692)
EPS	0.21	0.31	0.22	0.21	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(815)</b>	<b>(536)</b>	<b>(629)</b>	<b>(692)</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>1,912</b>	<b>2,816</b>	<b>3,164</b>	<b>3,101</b>					
<b>Norm EPS</b>	0.21	0.24	0.22	0.21	เพิ่ม/ลด เงินกู้	10,649	2,268	(330)	(730)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,352	6,250	-	-
การเติบโตของยอดขาย	-4.1%	8.3%	3.4%	-2.0%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่น ๆ	(1,484)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-33.3%	47.3%	12.4%	-2.0%	ลด จ่ายปันผล	(1,425)	(763)	(735)	114
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32.6%	32.2%	32.2%	32.2%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>9,093</b>	<b>7,755</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(615)</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	6.7%	9.1%	9.9%	9.9%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(1,289)</b>	<b>(1,308)</b>	<b>376</b>	<b>601</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
รายได้ธุรกิจหลัก	8,873	4,355	6,080	7,285	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,120	811	1,187	1,789
ต้นทุนขาย	5,838	2,950	4,108	4,888	ลูกหนี้การค้า	45	42	44	43
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,035</b>	<b>1,405</b>	<b>1,972</b>	<b>2,398</b>	สินค้าคงคลัง	45,621	57,027	58,167	59,331
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,712	1,379	1,249	1,342	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	5,136	5,136	5,136	5,136
ดอกเบี้ยจ่าย	179	155	136	173	เงินลุนระยะยาว	7	7	7	7
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	5,722	6,294	6,924	7,616
รายได้อื่น	94	75	64	95	<b>สินทรัพย์รวม</b>	60,040	70,671	72,818	75,274
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,237	(55)	651	978	เจ้าหนี้การค้า	2,251	1,439	1,488	1,458
ภาษีเงินได้	150	(13)	114	186	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	11,854	13,360	14,759	16,385
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	(0)	0	-	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	5,284	5,284	5,284	5,284
รายการพิเศษอื่น ๆ	(30)	872	0	3	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	22,816	23,578	21,849	19,492
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,057</b>	<b>830</b>	<b>538</b>	<b>794</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>42,972</b>	<b>44,429</b>	<b>44,148</b>	<b>43,388</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>1,087</b>	<b>(42)</b>	<b>537</b>	<b>791</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	10,201	15,482	15,482	15,482
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	657	1,626	1,626	1,626
ยอดขาย (QoQ)	26.0%	-50.9%	39.6%	19.8%	กำไรสะสม	6,173	9,098	11,526	14,742
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34.2%	32.3%	32.4%	32.9%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>17,067</b>	<b>26,242</b>	<b>28,671</b>	<b>31,886</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	146.9%	n.a.	n.a.	47.3%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>60,040</b>	<b>70,671</b>	<b>72,818</b>	<b>75,274</b>
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.73	3.14	3.00	2.87	Presale ระหว่างงวด	46,852	20,266	25,015	25,015
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	667	713	742	723	การบันทึกรายได้จากการขาย	27,724	30,198	31,247	29,960
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.48	0.41	0.38	0.36	รายได้ค่าเช่าและบริการ	873	784	791	1,437
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	9.51	11.39	14.84	14.45	Gross Margin เฉลี่ย (%)	32.6%	32.2%	32.2%	32.2%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.52	1.69	1.54	1.36	Norm Profit Margin (%)	6.7%	9.1%	9.9%	9.9%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.6%	5.6%	4.4%	4.2%	SG&A/Sale (%)	23.8%	20.0%	19.0%	19.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.0%	17.0%	11.5%	10.2%	Effective Tax Rate (%)	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP