

BUY

12M Target Price: Bt1.50

Closing price: Bt1.35

Upside/downside 11.1%

Sector	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
Paid-up shares (shares mn)	15,903
Market capitalization (Bt mn)	20,064
Free float (%)	70.89
12-mth daily avg. turnover (Bt mn)	118.01
12-mth trading range (Bt)	2.14/1.17

Major shareholders (%)

THAI NVDR	7.90
VIRIYAH INSURANCE	6.18
UBS AD PINGAPORE	5.88

Financial highlights

End of Dec 31	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue (Bt mn)	30,916	27,956	30,969	30,329
Normalized profit (Bt mn)	2,825	1,820	2,367	2,676
Net profit (Bt mn)	2,825	1,820	2,367	2,676
Normalized EPS (Bt)	0.18	0.11	0.15	0.17
EPS (Bt)	0.18	0.11	0.15	0.17
Norm. profit growth (%)	-16.1%	-35.6%	30.0%	13.1%
EPS growth (%)	-19.7%	-35.6%	30.0%	13.1%
P/E (x)	7.7	11.9	9.1	8.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	11.3	18.2	15.4	13.4
DPS (Bt)	0.12	0.10	0.10	0.11
Dividend yield (%)	8.8%	7.2%	7.4%	8.4%
ROE (%)	9.6%	5.9%	7.6%	8.5%

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2018	Thai CAC
SIRI		Certified

Thailand Research Department

Vajiralux Sanglerdsillapachai

License No. 17385

Tel: 02 680 5077

Thongchai Pungcharoenkul

Assistant Analyst

ปี 2562 ตั้งเป้าหมาย Conservative โดยมี Backlog หนุน

ไตรมาส 4/61 SIRI มียอด Presales ที่ 7,164 ล้านบาท ลดลง 57%QoQ และทั้งปี 2561 มียอด Presales ที่ 48,328 ล้านบาท สูงขึ้น 26% YoY เราคาดการณ์กำไรสุทธิในไตรมาสที่ 4/61 ที่ 789 ล้านบาท ลดลง -2.2%YoY แต่เพิ่มขึ้น 117.2%QoQ และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2561 ที่ 1,820 ล้านบาท ลดลง 35.6%YoY ในปี 2562 SIRI ได้นำแนวคิด "For Greater Well-Being" มาใช้ ซึ่งเน้นด้านสุขภาพและตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค ทั้งนี้ 2562 มีแผนการเปิดตัว 28 โครงการ รวมมูลค่า 46,533 ล้านบาท โดยเน้นกลุ่มลูกค้า Segment "Affordable" มากขึ้นเนื่องจากยังมี Real demand อย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าหมาย Presales แบบ Conservative ที่ 36,000 ล้านบาท โดย SIRI เน้นความหลากหลายของรูปแบบโครงการเพื่อตอบสนองลูกค้าทุก Segment และยังเน้นภาพลักษณ์ให้เป็น Global Brand โดยการนำ Innovation มาปรับใช้ในโครงการของบริษัทเพื่อตอบสนอง Lifestyle ของลูกค้า นอกจากนี้ SIRI ยังมี Balancing Portfolio โดยลงทุน 35% ในบริษัท The Standard ซึ่งดำเนินธุรกิจโรงแรม และยังลงทุนใน Just Co ซึ่งดำเนินธุรกิจ Co-Working Space เราแนะนำซื้อโดยกำหนดราคาเป้าหมายในปี 2562 ที่ 1.50 บาท อ้างอิง PER ที่ 10.0 เท่า จากกำไรสุทธิปี 2562 ในขณะที่ปัจจุบัน SIRI มี P/BV ที่ 0.65 เท่า และ Div. Yield รวบรวม 7.0%

คาดการณ์ไตรมาส 4/61 ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ

ปี 2561 SIRI เปิดตัว 25 โครงการ มูลค่ารวม 65,200 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นโครงการแนวราบ 12 โครงการ และโครงการคอนโดมิเนียม 13 โครงการ ในไตรมาส 4/61 นี้ SIRI มียอด Presales ที่ 7,164 ล้านบาท โดยทั้งปี 2561 มียอด Presales ที่ 48,328 ล้านบาท ซึ่งสูงขึ้น 26%YoY โดยมีสัดส่วนยอด Presales ของลูกค้าต่างชาติที่ 14,000 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 50%YoY โดย Presales ที่สูงขึ้นมาจาก (1) การเปิดตัวโครงการที่ตอบสนองผู้บริโภคในทุก Segment เช่น Segment Premium ได้แก่ Baan Sansiri Pattanakarn ซึ่งมีมูลค่าบ้านเฉลี่ยต่อหลังที่ 70 ล้านบาท หรือ โครงการ XT ทั้ง 3 โครงการ ที่เน้นลูกค้า Segment Medium (2) การขยายโครงการไปยังต่างจังหวัด เช่น โครงการ Dcondo ที่ได้รับผลตอบรับที่ดี (3) มีการ Joint Ventures กับ BTS และ TOKYU เพื่อพัฒนาโครงการและนำเทคโนโลยีจากญี่ปุ่นมาใช้ในโครงการ เช่น The Line Wongsawang หรือ The Base Sukhumwit และ (4) Digital transformation ที่เน้นการนำเอาเทคโนโลยีมาใช้กับลูกค้าของโครงการ เช่น Home Application หรือ Smart Move เป็นต้น เราคาดการณ์กำไรสุทธิในไตรมาสที่ 4/61 ที่ 789 ล้านบาท ลดลง -2.2%YoY แต่สูงขึ้น 117.2%QoQ และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2561 ที่ 1,820 ล้านบาท ลดลง -35.6%YoY

ปี 2562 SIRI ตั้งเป้าหมายแบบ Conservative โดยเน้นโครงการระดับ Affordable

ในปี 2562 SIRI ได้นำแนวคิด "For Greater Well-Being" ซึ่งเน้นการตอบสนองต่อความต้องการและสุขภาพที่ดีของลูกค้า โดยในปี 2562 SIRI ตั้งเป้าหมายผลการดำเนินงานแบบ Conservative เพื่อดูผลการประกอบการในช่วงครึ่งปีแรก ก่อนที่จะปรับเปลี่ยนแผนการดำเนินงานในช่วงครึ่งปีหลัง โดยปี 2562 มีแผนเปิดตัว 28 โครงการ มูลค่ารวม 46,533 ล้านบาท แบ่งเป็น แนวราบ 16 โครงการ และคอนโดมิเนียม 12 โครงการ (3 โครงการเป็นการ Joint Ventures) โดยเน้นการเปิดโครงการระดับ Affordable มากขึ้นเนื่องจากยังมี Real demand อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะโครงการ Town House ที่ได้รับผลตอบรับที่ดีจากปี 2561 โดยในปี 2562 SIRI ได้ตั้งยอด Presales ที่ 36,000 ล้านบาท และรายได้ที่ 29,000 ล้านบาท โดย SIRI จะเน้นกลยุทธ์การดำเนินงานดังนี้ (1) Products ที่มีความหลากหลายที่สามารถตอบสนองลูกค้าแต่ละ Segment เช่น Wellness Residence ที่พัฒนาร่วมกับ TOKYU และโรงพยาบาลสมิติเวช ที่เน้นการอยู่ร่วมกัน 3 Generations (2) Branding ที่เน้นให้ SIRI เป็น Global Brand เช่น การเปิดโครงการ Siri House ที่สิงคโปร์ ที่มีทั้ง ร้านค้า, Art Gallery และ ร้านอาหาร

(3) Services ที่เน้นการบริการหลังการขาย โดยเฉพาะการซ่อมแซมหลังจากหมด Warranty จากทางโครงการ (4) Innovation ที่มีกานำเอา Solar Roof มาใช้ รวมทั้งการพัฒนา Home Application ที่สามารถเรียนรู้พฤติกรรมของลูกบ้าน (5) Organization โดยนำเอา AGILE มาพัฒนาบุคลากรในองค์กรให้มีความรู้ที่เพิ่มขึ้น และ (6) Green & Sustainability โดยเน้นเรื่อง Reduce, Reuse, Recycle มาใช้ในโครงการต่างๆ เช่น การยกเลิกร้านน้ำดื่มแบบขวด และการออกแบบโครงการที่เน้นการลดขยะที่เกิดจากโครงการที่กำลังก่อสร้าง ปี 2562 SIRI คาดว่าจะได้รับผลกระทบไม่มากจากมาตรการเงินดาวน์ (LTV) และการชะลอกำลังซื้อจากลูกค้าต่างชาติ เนื่องจากทางบริษัทมีนโยบายให้ลูกค้าวางเงินดาวน์ในโครงการคอนโดมิเนียมเฉลี่ย 10-20% ซึ่งสอดคล้องการมาตรการ LTV และเชื่อว่าชาวต่างชาติโดยเฉพาะจีนและฮ่องกง ยังมีกำลังซื้ออยู่อย่างต่อเนื่อง

เราแนะนำ ซื้อ โดยกำหนดราคาเป้าหมาย 1.50 บาท

เราคาดว่าในปี 2562 กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากมาตรการเงินดาวน์ใหม่ (LTV), การชะลอกำลังซื้อของลูกค้าต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มีแนวโน้มสูงขึ้น แต่เราคาดว่า SIRI สามารถทำได้ตามเป้าหมายที่วางไว้ในปี 2562 เนื่องจาก SIRI ได้ตั้งเป้าหมายแบบ Conservative รวมทั้งยังมี Backlog 63,500 ล้านบาท ที่จะทยอยรับรู้ถึงปี 2565 และยังมีกานำ Innovation และ การออกแบบรูปแบบผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค นอกจากนี้ SIRI ยัง Balancing Portfolio โดยได้ลงทุนในกิจการ Startup ได้แก่บริษัท The Standard ซึ่งดำเนินธุรกิจโรงแรม 5 แห่งในสหรัฐอเมริกา และในไตรมาสที่ 1/62 จะเปิดอีก 1 แห่งที่อังกฤษ และยังลงทุนใน Just Co ซึ่งดำเนินธุรกิจ Co-Working Space โดยมีเป้าหมายเปิด 100 สาขา ภายในปี 2563 เราแนะนำซื้อ โดยกำหนดราคาเป้าหมายในปี 2562 ที่ 1.50 บาท อิงกับ PER ที่ 10.0 เท่า จากกำไรสุทธิปี 2562 ซึ่งหากมองในแง่ Valuation ถือว่าหุ้น SIRI Undervalued ในขณะที่ปัจจุบัน SIRI มี P/BV ที่ 0.65 เท่า และ Div. Yield รวบรวม 7.0%

Quarterly Earnings

FY December 31 (Bt mn)	4Q17	3Q18	4Q18E	%YoY	%QoQ	2017	2018E	%YoY
Total revenue	8,168	6,640	10,894	33.4%	64.1%	30,916	27,956	-9.6%
Cost of goods sold	(5,660)	(4,555)	(7,263)			(21,333)	(19,188)	
Gross profit	2,507	2,085	3,631	44.8%	74.2%	9,583	8,768	-8.5%
SG&A expense	(2,035)	(1,705)	(2,576)			(6,103)	(6,872)	
Operating profit	472	380	1,055	123.5%	177.9%	3,480	1,895	-45.5%
Share of gain (loss) of joint ventures	68	- 7	22			26	179	
Other income	271	241	87			505	803	
EBIT	812	614	1,164	43.5%	89.6%	4,011	2,877	-28.3%
Financial costs	149	(149)	(163)			(411)	(577)	
Pretax profit	961	465	1,002	4.2%	115.3%	3,600	2,300	-36.1%
Income tax expenses	(201)	(103)	(213)			(819)	(480)	
Profit before MI	760	363	788	3.8%	117.4%	2,782	1,820	-34.6%
Minority interests	19	1	1			43	-	
Normalized profit	779	363	789	1.3%	117.2%	2,825	1,820	-35.6%
Extra-ordinary items	28	-	-			-	-	
Net Profit	807	363	789	-2.2%	117.2%	2,825	1,820	-35.6%
EBITDA	878	696	1,246			4,267	3,131	
Normalized EPS (Bt)	0.05	0.02	0.05	1.3%	117.2%	0.18	0.11	-35.6%
Net EPS (Bt)	0.05	0.02	0.05	-2.2%	117.2%	0.18	0.11	-35.6%
Financial ratio (%)								
Gross profit margin	30.7%	31.4%	33.3%			31.0%	31.4%	
SG&A/Sales	24.9%	25.7%	23.6%			19.7%	24.6%	
Normalized profit margin	9.5%	5.5%	7.2%			9.1%	6.5%	
Net profit margin	9.9%	5.5%	7.2%			9.1%	6.5%	

Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Total revenue	33,811	30,916	27,956	30,969	30,329
Cost of goods sold	(23,493)	(21,333)	(19,188)	(21,226)	(20,839)
Gross profit	10,318	9,583	8,768	9,743	9,490
SG&A	(5,828)	(6,103)	(6,872)	(7,371)	(6,733)
Operating Profit	4,490	3,480	1,895	2,372	2,757
Share of gain (loss) of joint venture	(78)	26	179	389	627
Other income	513	505	803	758	594
EBIT	4,925	4,011	2,877	3,519	3,978
Financial cost	(615)	(411)	(577)	(528)	(597)
Pretax profit	4,310	3,600	2,300	2,991	3,382
Income tax expenses	(944)	(819)	(480)	(624)	(706)
Minority interests	0	43	0	0	0
Normalized profit	3,366	2,825	1,820	2,367	2,676
Extraordinaries items	15	0	0	0	0
Net profit	3,380	2,825	1,820	2,367	2,676
EBITDA	5,183	4,267	3,131	3,783	4,253
Normalized EPS (Bt)	0.22	0.18	0.11	0.15	0.17
Net EPS (Bt)	0.22	0.18	0.11	0.15	0.17
DPS (Bt)	0.12	0.12	0.10	0.10	0.11

Statement of Financial Position (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Current Assets	57,289	54,222	66,343	66,112	63,083
Non-current Assets	15,485	25,927	26,497	27,700	30,300
Total assets	72,774	80,150	92,841	93,811	93,383
Current Liabilities	21,290	30,500	29,537	29,668	28,208
Non-current Liabilities	23,388	19,172	32,546	32,680	33,709
Total liabilities	44,678	49,672	62,082	62,348	61,917
Paid-up capital	15,285	15,903	15,903	15,903	15,903
Retained Earnings	10,188	11,010	11,262	12,030	12,898
Total equity	28,096	30,478	30,758	31,526	31,536
Total liabilities and equity	72,774	80,150	92,841	93,874	93,454
BVPS (Bt)	1.84	1.92	1.93	1.98	1.98

Cash Flow Statement (Btmn)



Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Pretax Profit	4,324	3,600	2,300	2,991	3,382
Depreciation & Amortization	258	256	254	264	264
Operating Cash Flow	8,511	1,936	(9,406)	2,201	2,573
CAPEX	(106)	(203)	(77)	(1,304)	(1,304)
Investing Cash Flow	(2,599)	(4,021)	149	(1,095)	(1,103)
Dividend Payment	(2,286)	(1,857)	(1,566)	(1,599)	0
Financing Cash Flow	(4,826)	1,531	9,529	(2,123)	(861)
Exchange rate gains(losses) on cash	(218)	(10)	0	0	0
Inc. (Dec.) in cash & equivalents	869	(563)	272	(1,016)	609
Beginning cash & equivalents	2,672	3,541	2,978	3,249	2,233
Ending cash & equivalents	3,541	2,978	3,249	2,233	2,842

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	7,231	8,168	5,032	5,389	6,640
Cost of goods sold	(4,901)	(5,660)	(3,693)	(3,676)	(4,555)
Gross profit	2,329	2,507	1,339	1,713	2,085
SG&A	(1,499)	(2,035)	(1,200)	(1,392)	(1,705)
Operating Profit	830	472	139	321	380
Share of gain (loss) of joint venture	142	68	57	108	(7)
Other income	114	271	247	196	241
EBIT	1,086	812	442	624	614
Financial cost	(201)	149	(113)	(153)	(149)
Pretax profit	885	961	329	472	465
Income tax expenses	(179)	(201)	(78)	(86)	(103)
Minority interests	24	19	1	1	1
Normalized profit	730	779	252	387	363
Extraordinaries items	0	28	0	0	0
Net profit	730	807	252	387	363
EBITDA	1,151	878	511	698	696
Normalized EPS (Bt)	0.05	0.05	0.02	0.02	0.02
Net EPS (Bt)	0.05	0.05	0.02	0.02	0.02

Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales growth (%)	(8.51)	(8.56)	(9.57)	10.78	(2.07)
Normalized profit growth (%)	(2.71)	(16.08)	(35.56)	30.03	13.07
Net profit growth (%)	(3.58)	(16.44)	(35.56)	30.03	13.07
Normalized EPS growth (%)	(2.71)	(19.34)	(35.56)	30.03	13.07
EPS growth (%)	(3.58)	(19.68)	(35.56)	30.03	13.07
Gross margin (%)	30.52	31.00	31.36	31.46	31.29
Operating margin (%)	13.28	11.26	6.78	7.66	9.09
EBITDA margin (%)	15.33	13.80	11.20	12.21	14.02
Normalized profit margin (%)	9.95	9.14	6.51	7.64	8.82
Net profit margin (%)	10.00	9.14	6.51	7.64	8.82
Effective tax rate (%)	21.91	22.74	20.87	20.87	20.87
ROA (%)	4.75	3.69	2.10	2.54	2.86
ROE (%)	12.23	9.64	5.94	7.60	8.49
EV/EBITDA	8.69	11.28	18.16	15.35	13.40
Net Debt to equity (x)	1.15	1.17	1.50	1.48	1.46
P/E (x)	6.15	7.66	11.88	9.14	8.08
P/BV (x)	0.74	0.71	0.70	0.69	0.69
Dividend Yield (%)	8.82	8.82	7.24	7.39	8.36

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 และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน หนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย เบลท์ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

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

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด