

## กำไรตรงตามคาด ราคาหุ้นสูงกว่า Fair Value ปรับคำแนะนำเป็น ขาย

วันอังคารที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

### ▶ ปี 2555 กำไร 3,898 ล้านบาท ตรงตามคาด Net Gearing 0.80 เท่า

PS ประกาศผลประกอบการงวดปี 2555 มีกำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงานปกติที่ 3,898 ล้านบาท ตรงตามประมาณการของฝ่ายวิจัย โดยจุดเด่นของผลประกอบการงวดปี 2555 อยู่ที่การเพิ่มขึ้นของการบันทึกรายได้จากการขายที่สูงถึง 2.7 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 16% YoY ขณะที่ประสิทธิภาพการทำกำไรดีขึ้น โดย Norm Profit Margin ปรับเพิ่มเป็น 14.42% เทียบกับ 12.2% ในปี 2554 สำหรับฐานการเงินมีพัฒนาการเชิงบวกชัดเจน เนื่องจากในงวดปี 2555 PS มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) เป็นบวกถึง 4,197 ล้านบาท ทำให้มีเม็ดเงินในการชำระคืนหนี้ส่งผลทำให้ อัตราส่วน Net Gearing ณ สิ้นปี 2555 ปรับลดลงเหลือเพียง 0.80 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ในด้านของธุรกรรมการขายใหม่พบว่า Presale เพิ่มขึ้น 15% YoY มาอยู่ที่ 29,396 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าการบันทึกรายได้จากการขาย ทำให้ Backlog ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 35,396 ล้านบาท ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยได้มีการปรับปรุงประมาณการงวดปี 2556 ของ PS ขึ้น 5.5% โดยเป็นการปรับลดอัตราส่วน SG&A/Sale ลดลงจาก 16.5% เหลือ 15.2% ทั้งนี้ประเมินจากการที่ PS มีการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ค่อนข้างดีในงวดปีที่ผ่านมา อีกทั้งในการบันทึกรายได้ปี 2556 คาดว่าจะมีองค์ประกอบของโครงการประเภทคอนโดมิเนียมประมาณ 1 หมื่นล้านบาท

### ▶ ในอีก 4 ปี ข้างหน้า กำหนดแผนเพิ่มสินค้าคอนโดฯ ในพอร์ต เป็น 50%

จากการขยายตัวของภาระหนี้ระบบราง ทำให้ผู้บริหาร PS ประเมินว่าตลาดที่อยู่อาศัยประเภทคอนโดมิเนียม จะมีการเติบโตอยู่ในระดับสูงในระยะยาว จึงได้กำหนดแผนงานในเบื้องต้นว่า จะเพิ่มสัดส่วนของสินค้าคอนโดมิเนียมในพอร์ตของ ให้เพิ่มขึ้นเป็น 50% ในอีก 4 ปีข้างหน้า ทั้งนี้จะดำเนินการปรับโครงสร้างพอร์ตอย่างค่อยเป็นค่อยไป สำหรับแผนงานปี 2556 กำหนดแผนเปิดตัว 78 โครงการใหม่ มูลค่าโครงการรวม 5.5 หมื่นล้านบาท แยกเป็นทาวน์เฮ้าส์ 47 โครงการ, บ้านเดี่ยว 16 โครงการ, คอนโดมิเนียม 13 โครงการ และ โครงการต่างประเทศ 2 โครงการ พร้อมกับวางเป้าหมาย Presale ไว้ที่ 3.54 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 21% YoY ซึ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในด้านของการบันทึกรายได้ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะอยู่ที่ 3.45 หมื่นล้านบาทจากการโอนฯ คอนโดมิเนียมที่สร้างเสร็จใหม่ 7 โครงการ มูลค่าใน Backlog ณ สิ้นปี 9.1 พันล้านบาท ขณะที่โครงการแนวราบ หลังจากการนำระบบ REM มาใช้ เห็นได้ชัดเจนว่ารอบธุรกิจของสินค้าประเภทคอนโดมิเนียม ลดลงอย่างชัดเจน จนล่าสุดมาอยู่ที่ 167 วัน (ระยะเวลาจากการที่มีการทำสัญญาซื้อขายจนถึงโอนฯ)

### ▶ ราคาหุ้นสูงกว่า Fair Value 13% ปรับ จาก ถือ เป็น ขาย

ราคาหุ้น PS ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จนทำให้ระดับราคาปัจจุบันสูงกว่า Fair Value ซึ่งฝ่ายวิจัยกำหนดไว้ที่ PER 12 เท่า หรือ 29.61 บาท (ตามประมาณการใหม่) ถึง 13% ขณะที่ Dividend Yield งวดปี 2556 คาดว่าจะลดลงเหลือ 2.54% จึงพิจารณาปรับลดคำแนะนำเพื่อการลงทุน จาก ถือ เป็น ขาย

Key Data (ล้านบาท)	FY53A	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
ยอดขาย	23,307	23,263	27,023	34,584	38,034
กำไรสุทธิ	3,488	2,835	3,898	5,462	6,163
Norm Profit	3,488	2,835	3,898	5,462	6,163
Norm EPS (บาท)	1.58	1.28	1.76	2.47	2.78
DPS (บาท)	0.50	0.40	0.62	0.86	0.97
Norm PER (เท่า)	21.6	26.5	19.3	13.8	12.2
Dividend Yield (%)	1.47	1.18	1.81	2.54	2.87
BVS (บาท)	6.92	7.69	9.07	10.90	12.82
ROE (%)	22.9	16.7	19.4	22.6	21.7

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ขาย

ราคาปัจจุบัน : 34.00 บาท

Fair Value56 : 29.61 บาท

มูลค่าตลาด : 75,250 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทภิบาลปี 2555



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2556F	2.47	2.22	11%
2557F	2.78	2.58	8%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

therdsak@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่นำเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักทฤษฎีและไม่ได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## กำไรสุทธิรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	%QoQ	%YoY	2554	2555	%YoY
รายได้จากการขาย	6,724	6,458	4,659	4,655	6,814	7,199	8,356	16%	79%	23,263	27,023	16.2%
รายได้อื่น	55	35	42	20	54	36	8	-77%	-81%	159	117	-26.4%
รวมรายได้	6,779	6,493	4,700	4,675	6,868	7,234	8,364	16%	78%	23,422	27,141	15.9%
ต้นทุนขายอสังหาริมทรัพย์	4,189	4,221	3,025	3,003	4,485	4,744	5,658	19%	87%	14,724	17,890	21.5%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,245	1,218	988	837	1,023	1,130	936	-17%	-5%	4,654	3,925	-15.7%
รวมค่าใช้จ่าย	5,434	5,439	4,013	3,840	5,508	5,874	6,593	12%	64%	19,379	21,815	12.6%
EBIT	1,345	1,054	687	835	1,359	1,360	1,770	30%	158%	4,044	5,326	31.7%
ดอกเบี้ยจ่าย	32	35	57	61	65	80	100	25%	74%	137	305	121.7%
EBT	1,312	1,019	629	775	1,295	1,281	1,671	30%	165%	3,906	5,021	28.5%
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	325	258	275	142	292	281	408	45%	49%	1,071	1,123	4.8%
กำไรจากการดำเนินงาน	988	761	355	633	1,002	1,000	1,263	26%	256%	2,835	3,898	37.5%
รายการพิเศษ	0	0	0	0	0	0	0	NM	NM	0	0	NM
กำไรสุทธิ	988	761	355	633	1,002	1,000	1,263	26%	256%	2,835	3,898	37.5%
EPS (บาท/หุ้น)	0.45	0.34	0.16	0.29	0.45	0.45	0.57	26%	256%	1.28	1.76	37.4%
Norm Margin	14.7%	11.8%	7.6%	13.6%	14.7%	13.9%	15.1%			12.2%	14.4%	
Gross Margin	37.7%	34.6%	35.1%	35.5%	34.2%	34.1%	32.3%			36.7%	33.8%	
SG&A/Sale	18.5%	18.9%	21.2%	18.0%	15.0%	15.7%	11.2%			20.0%	14.5%	

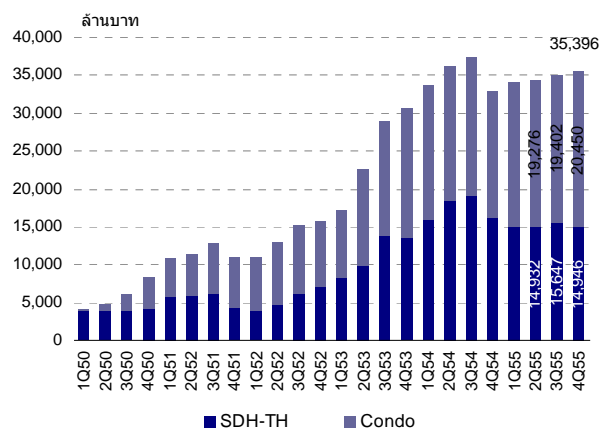
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## สมมติฐานหลักในการจัดทำประมาณการทางการเงิน

	ใหม่		เดิม	
	56F	57F	55F	57F
Norm กำไรสุทธิ (ลบ)	5,462	6,163	5,175	NA
EPS (บาท)	2.47	2.78	2.34	NA
Payout Ratio	35.0%	35.0%	35.0%	NA
DPS (บาท)	0.86	0.97	0.82	NA
Fair value (P/E X)	12.00		12.00	
Fair value (บาท)	29.61		28.08	
<b>รายละเอียดประมาณการ</b>				
Presale ระหว่างงวด	31,544	34,490	31,544	NA
รายได้จากการขาย	34,584	38,034	34,584	NA
Gross Margin	35.4%	35.8%	35.4%	NA
SG&A/Sale	15.2%	15.2%	16.5%	NA
Effective Tax Rate	20.0%	20.0%	20.0%	NA

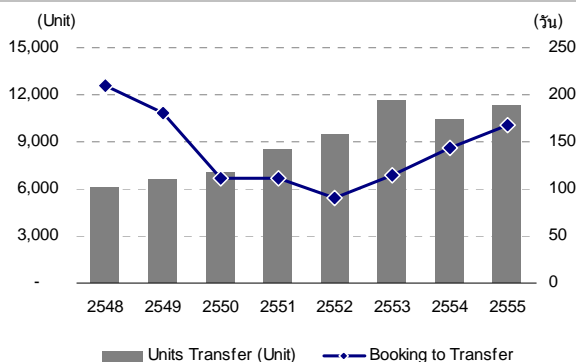
ที่มา : PS

## Backlog ณ สิ้นปี 2555 ของ PS



ที่มา : PS

## จำนวน Unit โอนฯ รายปี และ Business Cycle แนวราบ



ที่มา : PS

## Technical Chart of PS



ที่มา : ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ PS

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)						งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)					
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555	2556F	2557F
รายได้ธุรกิจหลักรวม	23,307	23,263	27,023	34,584	38,034	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน					
ต้นทุนขาย	14,561	14,724	17,890	22,356	24,411	กำไรสุทธิ	3,488	2,835	3,898	5,462	6,163
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>8,746</b>	<b>8,538</b>	<b>9,133</b>	<b>12,228</b>	<b>13,623</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(183)	554	128	136	149
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4,243	4,654	3,925	5,274	5,800	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	246	339	368	368	368
ดอกเบี้ยจ่าย	67	137	305	250	249	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(34)	(57)	(2)	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	-	ส่วนแบ่งผลกำไรขาดทุน ใน บ.ร่วม	-	-	-	-	-
รายได้อื่น	100	159	117	123	129	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(13,432)	(7,822)	(194)	(2,392)	(3,758)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,536	3,906	5,021	6,827	7,704	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(9,915)</b>	<b>(4,151)</b>	<b>4,197</b>	<b>3,574</b>	<b>2,922</b>
ภาษีเงินได้	1,048	1,071	1,123	1,365	1,541	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	2,114	(1,002)	362	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	0	(0)	-	-
กำไรสุทธิ	3,488	2,835	3,898	5,462	6,163	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,124)	(706)	(131)	(190)	(290)
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>3,488</b>	<b>2,835</b>	<b>3,898</b>	<b>5,462</b>	<b>6,163</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>990</b>	<b>(1,708)</b>	<b>231</b>	<b>(190)</b>	<b>(290)</b>
Norm EPS	1.58	1.28	1.76	2.47	2.78	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>					
						เพิ่ม/ลด เงินกู้	10,732	6,322	(3,722)	(1,275)	(470)
						เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	38	56	-	-
						เพิ่ม/ลด ทรัพย์สิน	-	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย	22.9%	-0.2%	16.2%	28.0%	10.0%	ลด จ่ายปันผล	(1,214)	(1,104)	(884)	(1,364)	(1,912)
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-3.7%	-18.7%	37.5%	40.1%	12.8%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>9,519</b>	<b>5,256</b>	<b>(4,550)</b>	<b>(2,639)</b>	<b>(2,382)</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	37.5%	36.7%	33.8%	35.4%	35.8%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>593</b>	<b>(602)</b>	<b>(122)</b>	<b>745</b>	<b>250</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	15.0%	12.2%	14.4%	15.8%	16.2%						
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)						งบดุล (ล้านบาท)					
	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555	2556F	2557F
รายได้ธุรกิจหลักรวม	4,659	4,655	6,814	7,199	8,356	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,630	2,031	1,566	2,632	3,247
ต้นทุนขาย	3,025	3,003	4,485	4,744	5,658	ลูกหนี้การค้า	0	0	0	0	0
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,633</b>	<b>1,652</b>	<b>2,329</b>	<b>2,454</b>	<b>2,698</b>	สินค้าคงเหลือ	27,923	36,160	37,818	41,139	45,243
ค่าใช้จ่ายในการขาย	988	837	1,023	1,130	936	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,805	726	1,605	1,830	1,932
ดอกเบี้ยจ่าย	57	61	65	80	100	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	2,159	2,469	2,220	2,042	1,964
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	-	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>34,091</b>	<b>41,982</b>	<b>43,821</b>	<b>48,390</b>	<b>53,195</b>
รายได้อื่น	42	20	54	36	8						
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	629	775	1,295	1,281	1,671	เจ้าหนี้การค้า	1,425	1,083	1,527	1,954	2,149
ภาษีเงินได้	275	142	292	281	408	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	8,246	12,743	13,754	14,586	14,388
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-	-	หนี้สินรวม	18,828	24,986	23,739	24,528	25,338
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	-						
กำไรสุทธิ	355	633	1,002	1,000	1,263	ทุนที่ชำระแล้ว	2,207	2,209	2,213	2,213	2,213
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>355</b>	<b>633</b>	<b>1,002</b>	<b>1,000</b>	<b>1,263</b>	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,362	1,396	1,452	1,452	1,452
Norm EPS	0.16	0.29	0.45	0.45	0.57	กำไรสะสม	11,503	13,234	16,248	20,346	24,597
						<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>15,263</b>	<b>16,996</b>	<b>20,081</b>	<b>24,120</b>	<b>28,371</b>
ยอดขาย (QoQ)	-27.9%	-0.1%	46.4%	5.6%	16.1%						
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	35.1%	35.5%	34.2%	34.1%	32.3%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	-	1	0	0	0
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	7.6%	13.6%	14.7%	13.9%	15.1%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>34,091</b>	<b>41,982</b>	<b>43,821</b>	<b>48,648</b>	<b>53,710</b>
อัตราส่วนทางการเงิน						<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>					
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555	2556F	2557F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	3.97	3.24	2.81	2.68	2.76	Backlog ยกมา (ล้านบาท)	15,170	30,617	32,993	35,396	32,357
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	NM	NM	NM	NM	NM	Presale ระหว่างงวด (ล้านบาท)	38,754	25,553	29,396	31,544	34,490
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.83	0.64	0.71	0.84	0.84	ยอดการบันทึกขายได้ (ล้านบาท)	23,307	23,263	27,023	34,584	38,034
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.22	13.59	11.72	11.44	11.36	Backlog ยกไป (ล้านบาท)	30,617	32,993	35,396	32,357	28,812
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.23	1.47	1.18	1.02	0.89	Gross Margin	37.5%	36.7%	33.8%	35.4%	35.8%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	13.2%	7.5%	9.1%	11.8%	12.1%	SG&A / Sale	17.9%	19.7%	14.5%	15.2%	15.2%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	24.7%	17.6%	21.0%	24.7%	23.5%	Fair Value (P/E , เท่า)	12				

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP