

Sansiri PCL (SIRI)

Investment Theme

ตั้งแต่ปี 2546 SIRI จะแสดงผลการดำเนินงานที่ขยายตัวในระดับสูง จากนโยบายเชิงรุกในการเปิด 12 โครงการใหม่มูลค่ากว่า 1.53 หมื่นล้านบาท ทั้งประเภทบ้านเดี่ยว อาคารสำนักงาน เซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ และโรงแรมโซฟิเทล สีสม ทาวน์เฮาส์และคอนโดมิเนียม โดยปี 2546 SIRI จะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 192% เป็น 494 ล้านบาท คิดเป็นกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ 0.57 บาท ด้านอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์(RoA)และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น(RoE) ปรับขึ้นเป็น 12.83% และ 6.44% จาก 1.50% และ 0.91% CNS เชื่อว่า SIRI จะประสบความสำเร็จในด้านการขยายแม้ธุรกิจจะยังหาจะมีการแข่งขันที่สูงขึ้น จากการมีจุดแข็งด้านทำเลที่ตั้งโครงการที่อยู่ในเขตใจกลางเมือง(Grade A) ผลิตภัณฑ์ของบริษัท อาทิ บ้านนราสีริ คอนโดลิริสาทร ฯลฯ เป็นที่ยอมรับและได้รับความเชื่อถือจากลูกค้ากลุ่มเป้าหมาย(บริษัทเน้นเปิดขายบ้านสร้างเสร็จก่อนขายเพิ่มขึ้น) และการบริการหลังการขาย (SIRI จัดเป็นผู้เชี่ยวชาญในด้านการบริหารจัดการโครงการคอนโดมิเนียม หลังการขาย) CNS ประเมินราคาปัจจุบันพื้นฐานของหุ้น SIRI ปี 46 ที่ 7.87 บาทต่อหุ้น โดยใช้วิธี DCF ค่าแนะนำ 'ซื้อ'

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยยังคงเติบโตต่อเนื่อง CNS คาดว่า การเติบโตอย่างต่อเนื่องของอุปสงค์ประเภทที่อยู่อาศัย จากมาตรการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของรัฐบาล ทั้งในด้านการลดหย่อนภาษีรายได้ ค่าธรรมเนียมการโอน ฯลฯ อัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะอยู่ในระดับต่ำไปอีกอย่างน้อย 1-2 ปี ทำให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัย โดยเฉพาะบ้านเดี่ยวและคอนโดมิเนียม เติบโตในอัตราที่สูงต่อเนื่อง

ความได้เปรียบจากทำเลที่ตั้งโครงการที่มีคุณภาพสูงในเขตใจกลางเมืองเกรดเอ SIRI มีจุดแข็งที่ได้เปรียบผู้ประกอบการรายอื่นในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในส่วนของการทำเลที่ตั้งโครงการที่มีคุณภาพสูงโดยโครงการส่วนใหญ่ของบริษัทจะตั้งอยู่ในทำเลใจกลางเมือง(Grade A ไม่เกิน 15 กม.จากใจกลางเมือง) ทำให้บริษัทสามารถเปิดโครงการขายและรับรู้รายได้ของแต่ละโครงการภายในระยะเวลาอันสั้น

คาดการณ์ได้รวมเติบโตอย่างก้าวกระโดดในปี 46 และปี 47 CNS คาดรายได้รวมปี 46 ของ SIRI จะเติบโต 192% เป็น 3.7 พันล้านบาทและมีกำไรสุทธิเพิ่ม 903% เป็น 494 ล้านบาทคิดเป็นกำไรสุทธิต่อหุ้น 0.57 บาท สำหรับปี 47 CNS คาดยอดขายเติบโต 79% เป็น 6.6 พันล้านบาทและมีกำไรสุทธิเพิ่มกว่าเท่าตัวเป็น 926 ล้านบาทคิดเป็นกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ 1.07 บาท

รายได้จากบริษัทย่อย พลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ปรับตัวสูงขึ้นจากการขยายธุรกิจ บริษัทจะมีการรับรู้รายได้จากบริษัทย่อยพลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ (SIRI ถือหุ้น 60%) เพิ่มอย่างมีนัยสำคัญจากการขยายขอบข่ายไปดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ภายใต้ชื่อใหม่ "Plus" โดยจะเจาะเน้นโครงการคอนโดมิเนียมและทาวน์เฮาส์ในทำเลใจกลางเมืองสำหรับลูกค้าระดับกลาง

รายได้จากธุรกิจโรงแรมโซฟิเทลจะรับรู้เต็มที่ในปี 46 คาดรายได้จากโรงแรมโซฟิเทลจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 258% เป็น 397 ล้านบาทภายหลังเสร็จสิ้นการปิดปรับปรุงชั่วคราวบางส่วนในเดือนพฤศจิกายนปี 45 โดยคาดการณ์การเข้าพักจะปรับตัวเพิ่มเป็น 63-70% ในปี 46 จาก 48-50%

SIRI

Target Price **Bt7.87**Market Price **Bt6.80**Rating **BUY**

Published date

11 April 2003

Sector

Property

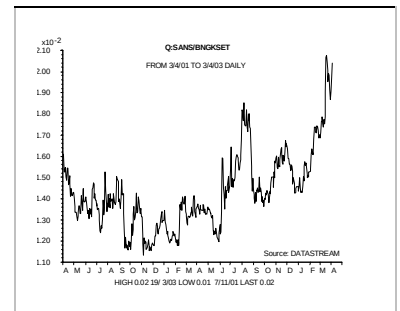
Key data

Shares in issue (mn)	867.03
Market capitalisation (Btmn)	5,939.17
12-month high/low (\$)	7.95/4.46
3-month avg daily T/O (US\$m)	55.81
Foreign Limit/Actual	39%/23.71%
Free Float	28%
NVDR	3.58%
Dividend Policy	>=50%
Par Value (Bt)	9%
BV/share (\$)	4.43
P/BV (x)	1.54
DCF value (\$)	Bt 7.87
Discount to DCF (%)	15.74%

Analyst(s)

Patti Tomaitrichitr, CFA

02-285-0060 Ext. 3505

Share Price Performance

Price Performance(%)	1m	3m	1yr
SIRI	20.5	42.7	44.1
Relative to SET	12.8	37.1	45.2

Consolidated Financial Summary

Year	NP	EPS	PER	P/BV	EBITDA	EBITDA Growth	EV/EBITDA	DPS	Yield
Dec. 31	(Btmn)	(Bt)	(X)	(X)	(Btmn)	(%)	(X)	(Bt)	(%)
2000	746.61	2.67	2.57	2.81	(154.34)	-74%	(9.05)	0.00	0%
2001	(88.80)	(0.32)	(21.60)	3.25	11.20	-107%	64.39	0.00	0%
2002	49.26	0.10	67.62	1.01	144.08	1186%	24.31	0.00	0%
2003F	494.00	0.57	12.02	1.55	717.61	398%	9.73	0.28	4%
2004F	926.27	1.07	6.41	1.29	1,243.77	73%	5.81	0.53	8%

Company Background

บริษัท แสนสิริ จำกัด โดยกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในปี 2527 โดยใช้ชื่อบริษัท แสนสิริ จำกัด และได้เข้าสู่ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในปี 2531 โดยเปิดตัวโครงการแรกบ้านไข่มุก หัวหิน ในปี 2537 เปลี่ยนชื่อเป็นบริษัท แสนสิริ จำกัด และได้รวมกับบริษัท สิริวิญญู จัดตั้งเป็นบริษัท แสนสิริ จำกัด ในปี 2539 ได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเปลี่ยนชื่อเป็นบริษัท แสนสิริ มหาชน จำกัด

ปี 2541 บริษัทเริ่มดำเนินธุรกิจรับจ้างจัดการโครงการและเป็นที่ปรึกษาโครงการอสังหาริมทรัพย์โดยผ่านบริษัทย่อย แสนสิริ พร็อพเพอร์ตี้ พลัส จำกัด ซึ่งต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็นบริษัท พลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ จำกัด ในปี 2545

ปี 2541 SIRI เข้าร่วมการปรับปรุงโครงสร้างหนี้และเสริมสินทรัพย์ การปรับโครงสร้างหนี้ในปี 2544 โดยวิธีหักลบเงินสด การแปลงทรัพย์สินเป็นทุน และการแปลงหนี้เป็นทุน โดยในปี 2542 บริษัท สตาร์วูด แคปปิตอล เป็นผู้ถือหุ้นจำนวน 6.43% พร้อมได้รับสิทธิ์เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นเป็น 51% ภายใน 2 ปี ภายหลังการปรับโครงสร้างหนี้ บริษัทสามารถลดระดับหนี้สินลงจาก 4 พันล้านบาทเป็น 200 ล้านบาท

เดือนสิงหาคม 45 บริษัทได้เพิ่มทุนชำระแล้วจำนวน 2.58 พันล้านบาท โดยเป็นการจัดสรรแบบเจาะจงพร้อมยกเลิกสิทธิ์การเพิ่มสัดส่วนการลงหุ้นในบริษัทของสตาร์วูด แคปปิตอล โดยเงินที่ได้รับจากการเพิ่มทุนครั้งนี้ บริษัทนำไปใช้ในการขยายโครงการเพิ่ม 14 โครงการในปี 45 และปี 46

หลังการเพิ่มทุน SIRI จัดเป็นบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยที่มีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 3 ในตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อเทียบจากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ปัจจุบัน SIRI มีทุนชำระแล้วจำนวน 8.7 พันล้านบาท โดยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัก ดังนี้

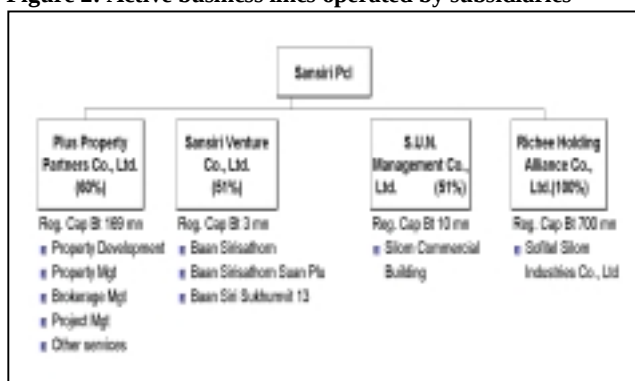
Figure 1: Lists of SIRI's major shareholders

Long-term Core shareholders	%
Step Balance Co., Ltd.	16.7%
Natural Park Plc.	13.8%
Management & Families	10.0%
Siam Investment Fund	7.0%
Financial creditors	5.0%
Starwood Capital	4.8%
Sakonthon Sivaroroskul	4.6%
UV Asset Management	4.0%
Total	66%

Source: SIRI

ธุรกิจหลักของ SIRI ประกอบด้วย ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย และเพื่อเช่า ธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท ธุรกิจที่ปรึกษาและรับจ้างดูแลโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งดำเนินการโดยบริษัทย่อยมีรายละเอียดหลักดังนี้

Figure 2: Active business lines operated by subsidiaries



Source: SIRI

ปัจจุบัน SIRI มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับในด้านคุณภาพของโครงการและทำเลที่ตั้ง ทั้งในโครงการอาคารประเภทแนวราบ และโครงการอาคารสูง โดย Brand "SIRI" ถูกจัดเป็นสินค้าระดับสูงในตลาด โครงการหลักของบริษัทจะครอบคลุมทั้งบ้านเดี่ยว คอนโดมิเนียม อาคารสำนักงานให้เช่า เซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ให้เช่า โดยเน้นทำเลใจกลางเมืองเป็นหลัก

Industry Outlook

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยยังคงเติบโตต่อเนื่อง

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในปี 45 แสดงการฟื้นตัวอย่างชัดเจน พิจารณาได้จากยอดขายของโครงการที่อยู่อาศัยประเภท บ้านเดี่ยวราคาเฉลี่ย 4-6 ล้านบาท/หลัง ประสบความสำเร็จด้านยอดขายมากที่สุด ทาวน์เฮ้าส์ราคาต่ำกว่า 1 ล้านบาทและ 3 ล้านบาทขึ้นไป มียอดขายมากที่สุด และคอนโดมิเนียมสามารถปิดการขายได้ภายใน 1-2 เดือนโดยเฉพาะโครงการย่านใจกลางเมือง สำหรับในปี 46 คาดว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยจะยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องไปอีกอย่างน้อย 1-2 ปี ปัจจุบัน MLR ของธนาคารขนาดใหญ่ 5 แห่งอยู่ที่ 6.75% จากสูงสุด 15.25% ส่งผลให้เงินงวดที่ผ่อนชำระในแต่ละเดือนปรับลดลงกว่าอดีตมาก สถาบันการเงินให้ข้อเสนอด้านสินเชื่อที่น่าพอใจและมาตรการสนับสนุนธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ อย่างไรก็ตาม การแข่งขันจะรุนแรงมากขึ้น จากผู้ประกอบการเดิมและผู้ประกอบการใหม่ที่เร่งเปิดโครงการ ขณะที่โครงการสร้างใหม่ทั้งประเภท บ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์มีแนวโน้มจะได้รับการตอบรับมากกว่า พิจารณาได้จากยอดขายของโครงการบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ที่พัฒนาเฟสใหม่ มียอดขายเฉลี่ย 5-7 หน่วยและ 10-70 หน่วย/เดือน ตามลำดับ ขณะที่โครงการเก่ามียอดขายเพียง 2-6 หน่วยและ 3-10 หน่วย/เดือน

Figure 3: Minimum lending rate

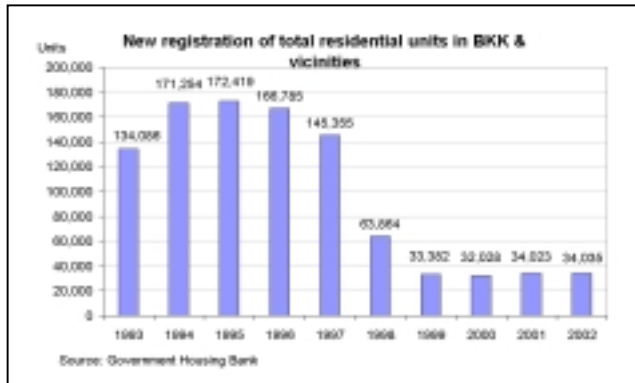


Source: Government Housing Bank

ความต้องการที่อยู่อาศัยยังคงอยู่ในระดับสูง

CNS คาดว่าปริมาณความต้องการที่อยู่อาศัยในเขตกรุงเทพและปริมณฑลที่แท้จริงจะอยู่ที่ระดับ 8 หมื่นหน่วย พิจารณาจากระดับการโอนบ้านก่อนวิกฤติ 5 ปีอยู่ที่เฉลี่ย 1.57 แสนหน่วย โดยใช้สมมติฐานว่า 50% ของระดับดังกล่าวมาจากความต้องการเชิงกำไรในตลาด และอีก 50% ที่เหลือเป็นตัวแทนของความต้องการที่แท้จริงในตลาด ซึ่งยังสูงกว่ามากเมื่อเปรียบเทียบกับ ณ สิ้นปี 45 ที่มีการจดทะเบียนเพียง 3.4 หมื่นหน่วย ดังนั้น CNS คาดว่า ตลาดที่อยู่อาศัยจะยังคงเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมั่นคง และต่อเนื่องไปอีกอย่างน้อย 2 ปีข้างหน้า โดยคาดว่าในปี 46 จะเติบโตประมาณ 5.7% เป็น 35,961 หน่วย ประเภทบ้านเดี่ยวจัดสรรจะเติบโตสูงสุด 48.8% โดยคาดว่าเฉพาะบ้านเดี่ยวที่มีราคาสูงกว่า 6 ล้านบาท ขณะที่คอนโดมิเนียมยังคงเป็นตลาดของผู้ขาย เนื่องจากอุปทานขายมีอยู่อย่างจำกัดโดยเฉพาะในย่านใจกลางเมือง

Figure 4: New registration of residential units

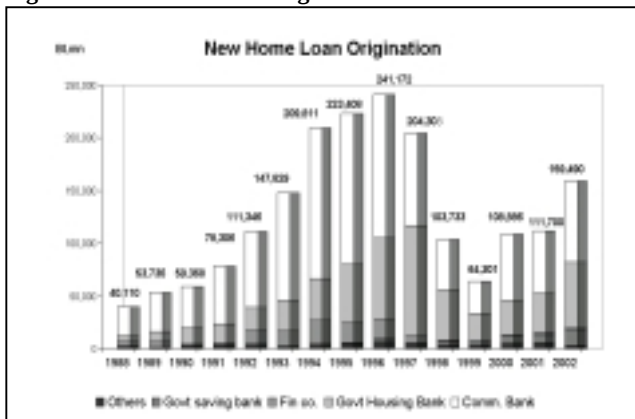


Source: Government Housing Bank

คาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยยังคงขยายตัวในระดับสูง

ในปี 45 สินเชื่อที่อยู่อาศัยบุคคลทั่วไปใหม่ทั้งระบบ มีมูลค่า 159,490 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 42.8%YoY โดยธนาคารพาณิชย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดที่ 48.7% รองลงมาคือ ออส. มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นจาก 32.8% เป็น 38.9% จากโครงการปล่อยสินเชื่อให้ข้าราชการและรัฐวิสาหกิจ สำหรับปี 46 คาดว่า ปริมาณสินเชื่อที่อยู่อาศัยใหม่ทั้งระบบสถาบันการเงินจะมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากการแข่งขันของสถาบันการเงินที่ต่างให้ข้อเสนอที่น่าสนใจ และโครงการบ้านเอื้ออาทร

Figure 5: New home loan origination



Source: Government Housing Bank

ปริมาณการซื้อขายและยอดโอนจะเพิ่มสูงในปี 46 เนื่องจากกำหนดสิ้นสุดมาตรการสนับสนุนอสังหาริมทรัพย์จากภาครัฐ

จากการคาดการณ์ว่ารัฐบาลอาจจะไม่ต่ออายุมาตรการสนับสนุนธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จะสิ้นสุดปลายปี 46 ทำให้เชื่อว่าผู้บริโภคนในตลาดจะถูกเร่งให้ทำการซื้อขายและเร่งโอนให้ทันปลายปี 46 อย่างไรก็ตาม CNS เชื่อว่าการสิ้นสุดของมาตรการสนับสนุนนี้จะส่งผลกระทบบ้างที่มีนัยสำคัญต่อการเติบโตของตลาดที่อยู่อาศัยเนื่องจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังคงได้รับแรงสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์

Figure 6: Government stimulus packages

- ลดค่าธรรมเนียมการโอนจาก 2% เหลือ 0.01% ถึงสิ้นปี 46
- ลดค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนจำนองจาก 1% เหลือ 0.01% ถึงสิ้นปี 46
- ลดภาษีธุรกิจเฉพาะจาก 3.3% เหลือ 0.11% ถึงสิ้นปี 46
- ยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาที่เรียกเก็บจากเงินได้จากการขายที่อยู่อาศัยเดิม เพื่อนำรายได้ไปซื้อที่อยู่อาศัยใหม่
- ยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับเงินได้สุทธิในช่วงแรกที่ต้องเสียภาษีในอัตรา 5% จากเดิมยกเว้นในวงเงิน 50,000 บาทเพิ่มเป็น 80,000 บาท

Source: Government Housing Bank

Market Competition

ตลาดบ้านเดี่ยวและบ้านทาวน์เฮ้าส์

แนวโน้มตลาดบ้านเดี่ยวในปี 46 คาดว่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่องทั้งในด้านอุปสงค์และอุปทาน โดยในปี 46 คาดว่าจะมีอุปทานบ้านใหม่(new supply) เข้ามาในตลาดกว่า 18,000 หน่วย(ดูตาราง)เพื่อทำยอดขายต่อเนื่อง ซึ่งจะทำให้ปริมาณอุปทานรวมในตลาดเพิ่มสูงกว่าระดับ 30,000 หน่วย อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำ มาตราทางภาครัฐและการเร่งขยายปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย จะเป็นตัวกระตุ้นให้อุปสงค์เพิ่มขึ้นเช่นกัน ส่วนแนวโน้มราคากันและทาวน์เฮ้าส์คาดว่าจะปรับขึ้นอย่างน้อย 5-10% จากการปรับราคาวัสดุก่อสร้าง ขณะที่ผู้ซื้อให้ความสำคัญที่ทำเลของโครงการใกล้เส้นทางคมนาคมเขตใจกลางเมือง ความน่าเชื่อถือของผู้ประกอบการ และคุณภาพของบ้านและวัสดุก่อสร้างเป็นหลัก

Figure 7: Estimated numbers of housing projects in 2003

Developers	Central	Nort	North	East	West	Sout	Total	Total
PF			1	2	1	1	5	2,204
Gold	1			1	2		4	750
LH	1	3	1	1	4	1	11	3,694
QH			1	2		2	5	592
Siri	1	1		1	1		4	887
Noble	1	1	2		2		6	1,090
Prinsiri			5	1			6	676
Supali						2	2	822
M.K. Real		3	1		1		5	1,189
AP	2		3				5	651
Lalin		1	1	3			5	1,118
NC Housing		2					2	480
Samco					1		1	250
Wangthong		1					1	299
Areeya	1		4				5	433
Preuksa		1			1		2	3,158
Total	7	13	19	11	13	6	69	18,293

Source: Siri Research

ตลาดคอนโดมิเนียม

ตลาดคอนโดมิเนียมยังคงส่งสัญญาณขยายตัวอย่างเด่นชัดในปี 46 โดยเฉพาะโครงการที่มีทำเลอยู่ในเขตใจกลางเมืองเช่น สีส้ม สาทรร สุขุมวิท หลังสวนและเพลินจิต เนื่องจากความต้องการคอนโดใจกลางเมืองเพิ่มสูงอย่างต่อเนื่องในขณะที่สินค้ามีอยู่ในปริมาณจำกัดจึงส่งผลให้ตลาดคอนโดมิเนียมจะเป็นตลาดที่เติบโตสูงอย่างมากในปี 46

อย่างไรก็ตาม สำหรับโครงการคอนโดมิเนียมอาคารสูงแบบ High-rise คาดว่าตลาดในส่วนนี้ยังคงไม่มีการขยายตัวสูงมากเมื่อเทียบกับตลาดโครงการคอนโดมิเนียมแบบ Low-rise เนื่องจากโครงการแบบ High-rise เป็นโครงการที่ต้องใช้เงินลงทุนสูงและระยะเวลาก่อสร้างค่อนข้างนาน ดังนั้น ในอีก 2-3 ปีข้างหน้าคาดว่าตลาดคอนโดแบบ high-rise จะมีความต้องการสูง และมีระดับราคาขายที่สูงขึ้น

ในปี 46 คาดว่าจะมีอุปทานคอนโดมิเนียมเพิ่มขึ้นจากโครงการที่เปิดตัวใหม่จำนวน 1,007 หน่วยและจากโครงการเก่าที่กลับมาดำเนินการใหม่อีก 182 หน่วย ซึ่งจะทำให้ในตลาดคอนโดมิเนียมมีปริมาณอุปทานห้องทั้งหมดเพิ่มเป็น 86,096 หน่วย โดยโครงการที่เปิดใหม่ในปี 46 ส่วนมากจะอยู่ในทำเลใจกลางเมืองเกรดเอ เช่น สุขุมวิท พระราม 3 พหลโยธิน และท่าเลริมแม่น้ำเจ้าพระยาเป็นหลัก

Figure 8: Projected number of condominium units in 2003

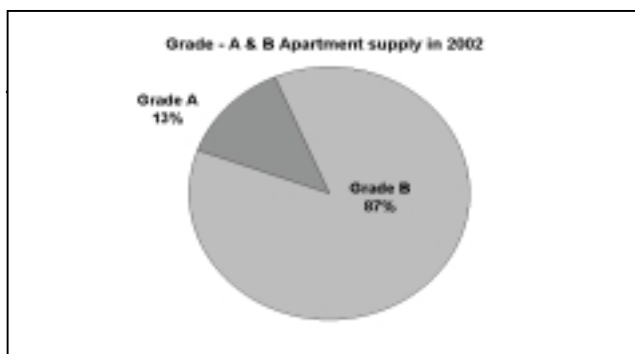
Projects	Units
Baan Siriathron II - Soi Prapansak	75
Baan Ratchadamri	32
Baan Siri Sukhumvit - Sukhumvit 13	73
Citi Smart Condo - Sukhumvit 18	200
Raimon Tower - Ratchadapisek	165
Hampton Resident - Thonglor 10	80
Lumpini Place - Saratias Ratchanakharin 24	182
Lumpini Place - Phaholyothin 37	200
Total	1,007

Source: Siri Research

อย่างไรก็ตาม จำนวนยูนิตของโครงการคอนโดมิเนียมที่เพิ่มขึ้นในปี 46 ก็อาจจะเพิ่มสูงกว่าที่ประมาณการไว้ได้เนื่องจากความต้องการห้องชุดในทำเลใจกลางเมืองยังเพิ่มสูงอย่างต่อเนื่องและดึงดูดผู้ประกอบการทั้งเก่าและใหม่เข้าสู่ตลาดมากขึ้น ประกอบกับแนวโน้มที่ผู้ประกอบการบางรายจะหันไปพัฒนาโครงการเก่าเพื่อแชร์ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม โดยทั้งหมดนี้จะส่งผลให้สภาวะการแข่งขันในตลาดคอนโดมิเนียมทั้งแบบ High-rise และ Low-rise เพิ่มขึ้น

ตลาดอพาร์ทเมนต์ให้เช่า

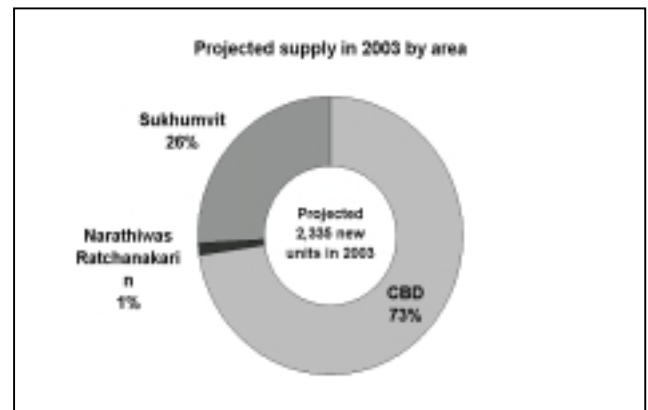
ตลาดอพาร์ทเมนต์ให้เช่าในกรุงเทพมหานครโดยเฉพาะโครงการที่มีทำเลที่ตั้งในเขตธุรกิจชั้นในใจกลางเมือง ยังคงส่งสัญญาณที่เป็นบวกทั้งในการปรับตัวขึ้นของอัตราการเข้าพัก (Occupancy rate) และอัตราค่าเช่าห้องพัก โดยปัจจุบันอัตราการเข้าพักเฉลี่ยสำหรับอพาร์ทเมนต์ให้เช่าในกรุงเทพฯ อยู่ระหว่าง 90-95% และอาจสูงกว่าระดับ 95% สำหรับโครงการที่อยู่ในทำเลใจกลางเมืองเกรดเอ เช่น สุขุมวิท สาทร หรือวิฑู ส่วนอัตราค่าเช่าห้องพัก คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 5-7% สำหรับอพาร์ทเมนต์เกรดเอเนื่องจากปริมาณอุปทานที่มีอยู่จำกัดในตลาด ซึ่งจะส่งผลทางตรงให้อัตราค่าเช่าห้องพักของโครงการอพาร์ทเมนต์เกรดเอปรับตัวขึ้นด้วยประมาณ 10-15% เพื่อรองรับความต้องการส่วนเกินจากโครงการอพาร์ทเมนต์เกรดเอ

Figure 9: Grade – A & B apartment supply in 2002

Source: Siri Research

ตลาดเซอร์วิสอพาร์ทเมนต์

คาดเดาได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปในปี 46 โดยคาดว่าอัตราการเข้าพักจะมีการปรับตัวสูงขึ้นสำหรับโครงการที่มีทำเลที่ได้เปรียบในทำเลธุรกิจใจกลางเมืองเป็นหลัก โดยการเติบโตของตลาดนี้จะได้รับแรงสนับสนุนจากการเพิ่มขึ้นของลูกค้านักธุรกิจต่างชาติที่มาพักอยู่ในประเทศไทยในระยะเวลาดำเนิน 1 ปี ปัจจุบัน ประมาณ 70% ของเซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ทั้งหมดในประเทศไทยจัดเป็นโครงการเกรดเอที่มีทำเลในเขตใจกลางเมือง ในปี 46 คาดว่าจะมีโครงการเซอร์วิสอพาร์ทเมนต์เพิ่มอีก 16 โครงการคิดเป็นจำนวนยูนิตรวมเพิ่มอีก 2,335 ห้องส่งผลให้การแข่งขันในธุรกิจนี้เพิ่มสูงขึ้นในอนาคต

Figure 10: Projected serviced apartment supply in 2003

Source: Siri Research

ตลาดอาคารสำนักงาน

ตลาดเติบโตเพียงเล็กน้อยในปี 46 โดยคาดว่าอัตราการเข้าพักจะปรับตัวเพิ่มเล็กน้อยเฉพาะในกลุ่มสินค้าคุณภาพสูงในทำเลใจกลางเมืองเนื่องจากอุปทานที่อยู่ไม่มากนัก และคาดว่าอัตราค่าเช่าสำหรับโครงการเกรดเอและเกรดบีมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นอีก 2-3 ปีข้างหน้าเนื่องจากอาคารสำนักงานที่สร้างค้างไว้จะยังคงไม่สามารถเปิดดำเนินการได้ทันก่อนปี 47 ส่งผลให้ตลาดไม่มีอุปทานที่จะเข้ามาทดแทนตลาดเพิ่ม

ปัจจุบัน อาคารสำนักงานให้เช่าเกรดเอในทำเลที่ตั้งใจกลางเมืองมีอัตราการเข้าพัก (Occupancy rate) อยู่ระหว่าง 75-80% และคาดว่าจะสามารถเพิ่มสูงขึ้นเป็น 80-85% ในปี 46 โดยคาดว่าอัตราค่าเช่าพื้นที่ต่อตารางเมตรจะปรับตัวเพิ่มประมาณ 3-5% ในปี 46 เป็น 330 บาทต่อตารางเมตรเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการในตลาดที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง

Current Development

การซื้อโรงแรมโซฟิเทลมูลค่า 2.2 พันล้านบาทในปี 45

SIRI ได้ขยายขอบข่ายการดำเนินธุรกิจเข้าไปในธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท โดยการซื้อโรงแรมโซฟิเทลมูลค่า 2.2 พันล้านบาทในเดือนสิงหาคม 45 โรงแรมโซฟิเทลตั้งอยู่ในทำเลธุรกิจใจกลางเมืองย่านถนนสีลม โดยกลุ่ม Accor ของประเทศฝรั่งเศสเป็นผู้บริหารโครงการภายใต้ Brand “Sofitel” สำหรับปี 45 SIRI บันทึกกำไรได้จากโรงแรมโซฟิเทลจำนวน 111 ล้านบาทซึ่งเป็นรายได้รวม 3 เดือนครึ่งนับจากสิงหาคม 45 ที่บริษัททำการซื้อโรงแรมเข้ามา โดยในปี 45 โรงแรมโซฟิเทลมีอัตราการเข้าพัก ที่ 48-50% ซึ่งเป็นระดับที่ไม่สูงนักเนื่องจากการปิดห้องพักเพื่อปรับปรุงซ่อมแซมบางส่วน โดยการปิดซ่อมแซมได้สำเร็จเรียบร้อยแล้วและสามารถให้บริการเต็มรูปแบบได้ภายหลังเดือนพฤศจิกายน 45

SIRI มีแผนเปิดโครงการเพิ่ม 12 โครงการมูลค่ารวม 15.32 พันล้านบาท

ในปี 46 SIRI มีโครงการเปิดโครงการเพิ่ม 12 โครงการมูลค่ารวม 15.32 พันล้านบาท โดยแบ่งเป็นโครงการบ้านเดี่ยว 4 โครงการมูลค่ารวม 9.4 พันล้านบาทในทำเล สาทรทองหล่อ พัฒนาการ สุขุมวิท 67 และสนามบินน้ำ โครงการคอนโดมิเนียม 7 โครงการมูลค่า 5.6 พันล้านบาทในทำเล เอ็นอากาส สวนพลู สุขุมวิท 13 ราชดำริ (มูลค่า 926 ล้านบาท) ซอยร่วมฤดี หัวหิน และภูเก็ต (มูลค่า 2.5 พันล้านบาท) และโครงการอาคารพาณิชย์สีลม 1 โครงการมูลค่า 292 ล้านบาท

Figure 11: Summary of projects on hand as of Mar 2003

Projects on hand as of 2003	B'tm	Units	unit price	Rev 03F	Rev 04F
Projects in 2002					
1. Watcharapol	500	75	6.67	100	-
2. Pinklao	330	37	8.92	175	-
Total	830				
Projects in 2003					
SDHs					
1. Sathorn Wongwuan	1,930	163	11.84	947	710
2. Pattanakarn	2,590	175	14.80	296	1,110
3. Sukhumvit 67	2,630	96	27.40	411	1,644
4. Sanambinnam	2,260	336	6.73	67	774
Condo:					
5. Condo - Siri sathorn (51%)	529	169	3.13	360	169
6. Condo - Nang Linchi (51%)	335	75	4.47	156	179
7. Condo - Sukhumvit 13	308	73	4.22	148	160
8. Condo - Rajdamri	926	32	28.94	116	579
9. Condo - Hua Hin	660	37	17.84	-	135
10. Condo - Soi Ryanrudee	360	n.a.	n.a.	-	48
11. Condo-Villa, Phuket (51%)	2,500	n.a.	n.a.	-	-
Commercial bldgs:					
12. Sun Square Silom (51%)	292	n.a.	n.a.	5	10
Total	15,32			2,781	5,517

Source: SIRI and CNS

บริษัทอโยพลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ ขยายขอบเขตไปดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

บริษัทอโยพลัส พร็อพเพอร์ตี้ (SIRI ถือหุ้นอยู่ 60%) จะเน้นการทำโครงการคอนโดมิเนียมและบ้านทาวน์เฮ้าส์ภายใต้ Brand ใหม่ 'PLUS' ซึ่ง SIRI จะใช้ชื่อ 'Plus' เก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากการขาดแคลนอุปทานอาคารชุดในทำเลใจกลางเมืองและเพื่อเจาะตลาดกลุ่มลูกค้าระดับกลาง ในขณะที่ SIRI จะเน้นกลุ่มลูกค้าระดับบน โดยในอนาคต SIRI มีโครงการที่จะนำบริษัทอโยนี้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จุดแข็งในด้านทำเลที่ได้เปรียบและมีคุณภาพสูง

SIRI มีจุดแข็งที่ได้เปรียบผู้ประกอบการอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกันในด้านทำเลที่ตั้งโครงการโดยเฉพาะในทำเลใจกลางเมืองส่งผลให้บริษัทสามารถกำหนดจุดยืนของสินค้าและคิดอัตรากำไรขั้นต้นในแต่ละโครงการในระดับสูงตามลำดับ โดยโครงการของบริษัทที่จะเปิดในปี 46 จะมีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยที่ระดับ 35% หรือสูงกว่า

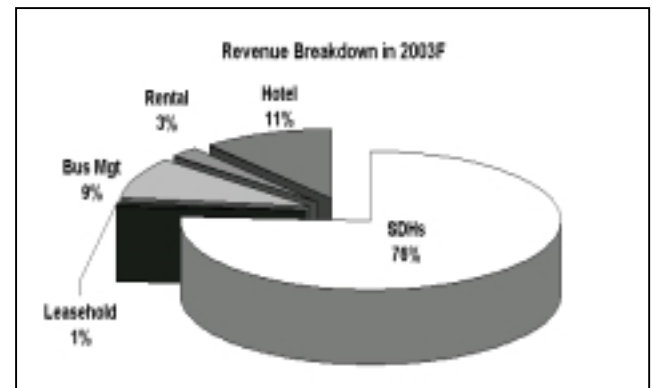
ความสามารถในการปิดโครงการในระยะเวลาย่นสั้น

จากทำเลโครงการใจกลางเมืองที่มีคุณภาพและนโยบายบ้านสร้างเสร็จก่อนขายในสัดส่วน 100% ทำให้บริษัทสามารถปิดการขายโครงการได้เร็วในระยะเวลาย่นสั้น โดยบริษัทสามารถปิดการขายโครงการคอนโดมิเนียมสิริสาทรได้ภายใน 1 เดือนหลังการเปิดตัว ในขณะที่โครงการคอนโดมิเนียม 3 โครงการที่สวนพลู สุขุมวิท 13 และ ราชดำริ สามารถทำยอดขายได้กว่า 70%, 86%, และ 60% ตามลำดับ

กลยุทธ์เน้นการพัฒนาโครงการเพื่อขายเพื่อขยายอัตราการเติบโตของบริษัทในปี 46

ในปี 46 SIRI ยังไม่มีแผนจะขายสัดส่วนรายได้จากค่าเช่าระยะยาวเนื่องจากบริษัทต้องการจะเน้นการเติบโตของรายได้จากการพัฒนาโครงการเพื่อขายมากกว่า โดย CNS ประเมินการสัดส่วนรายได้ในปี 46 มาจากรายได้จากการพัฒนาโครงการเพื่อขายรวม 76% รายได้จากธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท 11% รายได้จากบริษัทอโยและรายได้จากการ

พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายจากบริษัทพลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ 9% รายได้ค่าเช่าระยะยาวจากอาคารสำนักงานให้เช่าและอาคารเซอวิธพาร์ทเมนท์ให้เช่า 3% และรายได้อื่น ๆ อีก 1% ตามลำดับ

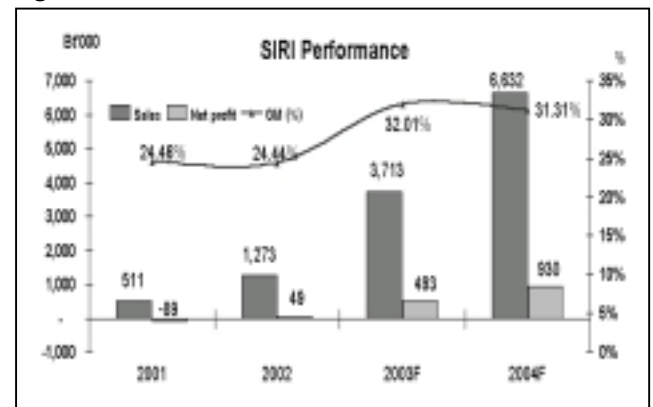
Figure 12: Revenue breakdown in 2003

Source: SIRI and CNS

Earnings Projection

CNS คาดผลประกอบการปี 46 ปรับตัวสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดด

คาดการณ์ยอดขายรวมของบริษัทปรับตัวเพิ่ม 192% เป็น 3.7 พันล้านบาท และกำไรสุทธิปรับเพิ่ม 900% เป็น 493 ล้านบาทคิดเป็นกำไรสุทธิต่อหุ้น 0.57 บาท โดยจะรับรู้รายได้จากการขายโครงการเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญจากโครงการใหม่ในช่วงครึ่งหลังของปี 46 เป็นต้นไป ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของทุกธุรกิจคาดว่าจะปรับตัวเพิ่มเป็น 32.01% จาก 24.44% เนื่องจากการเพิ่มอย่างต่อเนื่องของความต้องการด้านที่อยู่อาศัยที่มีอยู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ สำหรับปี 47 คาดว่าบริษัทจะมียอดขายรวมเติบโต 79% เป็น 6.6 พันล้านบาทและมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นถึงหนึ่งเท่าตัวเป็น 930 ล้านบาทคิดเป็นกำไรสุทธิต่อหุ้น 1.07 บาท

Figure 13: SIRI Performance

Source: CNS

คาดการณ์รายได้จากบริษัทอโยพลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ เพิ่มอย่างก้าวกระโดด

CNS คาดว่าบริษัทอโยพลัส พร็อพเพอร์ตี้ พาร์ทเนอร์ที่บริษัทถือหุ้นอยู่ 60% จะมีรายได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญถึง 183% ในปี 46 เป็น 405 ล้านบาทจาก 143 ล้านบาท โดยบริษัทพลัส พร็อพเพอร์ตี้จะเปิดโครงการ 4 โครงการมูลค่ารวม 729 ล้านบาทโดยคาดว่าจะทยอยรับรู้รายได้จากการขายโครงการจำนวน 201 ล้านบาทในปี 46 และ 302 ล้านบาทในปี 47

Figure 14: Plus Property Partners' Projects as of Mar 2003

Projects of PPP in 2003F	Bt'mn	Units	Unit price	Rev 03F	Rev 04F
Condo:					
1. HIP - Sukhumvit 38	250	112	2.23	56	89
2. HIP - Sukhumvit 67	239	n.a	n.a	53	85
Townhouse:					
3. TH - Akamai 10	105	13	8.08	48	57
4. TH - Sukhumvit 50	135	31	4.35	44	91
Total	729			201	323

Source: SIRI and CNS

คาดการณ์ได้จากโรงแรมโซฟิเทลปรับตัวเพิ่มหลังการปิดห้องบางส่วนเพื่อปรับปรุงซ่อมแซมชั่วคราว

CNS คาดว่าในปี 46 SIRI จะบันทึกรายได้จากโรงแรมโซฟิเทลอย่างเต็มที่หลังเสร็จสิ้นการปิดห้องพักปรับปรุงชั่วคราวในเดือนพฤศจิกายน 45 โดยคาดการณ์ได้จากโรงแรมโซฟิเทล สิลอมจะปรับตัวเพิ่ม 258% เป็น 397 ล้านบาทจาก 111 ล้านบาทซึ่งเป็นรายได้รวม 3 เดือนครึ่งหลังบริษัทเข้าซื้อโรงแรมในเดือนสิงหาคม 45 สำหรับปี 46 CNS คาดอัตราการเข้าพักของโรงแรมจะปรับตัวเพิ่มเป็น 63-70% จากระดับ 48-50% ในช่วงระยะการปิดห้องพักเพื่อปรับปรุงชั่วคราว

คาดการณ์ได้ค่าเช่าระยะยาวเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญในปี 46

นอกจากรายได้จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ SIRI ยังมียาได้ระยะยาวจากอาคารสำนักงานให้เช่า 1 โครงการ อาคารเซเว่นอาร์ทเวิร์นให้เช่า 3 โครงการ โดยในปี 46 บริษัทยังไม่มีโครงการจะขายสัดส่วนรายได้จากค่าเช่าระยะยาวเพิ่มเนื่องจากต้องการเน้นการเพิ่มของอัตราการใช้ประโยชน์ของอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายมากกว่า

Figure 15: Recurring income projects

Recurring income projects	Sq.m.	Occu. rate (%)	Units	Rev 03F	Rev 04F
1. Siripinyo Office Building	16,766	100	n.a.	59	59
2. Apartment - Sukhumvit 12	5,230	95	21	19	19
3. Apartment - Wireless road	5,900	95	23	20	26
Hotel					
1. Sofitel - Silom	n.a.	63%	440	394	442
2. Hua Hin Resort	n.a.	11%	36	2	11
Business Mgt Income + income from					
1. Bus mgt income				204	204
2. Revenue from PPP				201	323
Revenue from leasehold					
1. Baan Sansiri				32	32
2. Sun Square Silom				5	10
Total				937	1,125

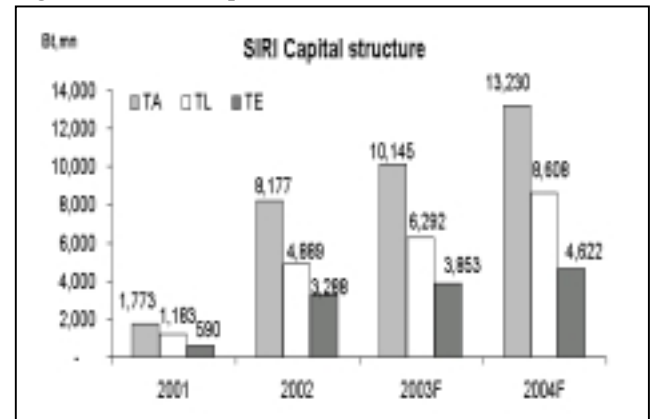
Source: SIRI and CNS

กำไรพิเศษจากการขายสัดส่วนการลงทุนในบริษัทย่อย 37 ล้านบาทในเดือนมีนาคม 46 บริษัทมีการขายสัดส่วนการลงทุน 49% ในบริษัทย่อยสิริภูเก็ตให้กับบริษัท Natural Park Pcl หรือ N-PARK ในราคา 38.1 ล้านบาทหรือคิดเป็น 782 บาทต่อหุ้น เพื่อร่วมกันดำเนินการพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมเพื่อขายที่หาดกะตะ จังหวัดภูเก็ตมูลค่าโครงการ 2.5 พันล้านบาท โดยรายการซื้อขายเงินลงทุนบริษัทสิริภูเก็ตนี้ส่งผลให้ SIRI จะมีบันทึกกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนจำนวน 37.83 ล้านบาทในไตรมาสที่ 1 ปี 46

Financial Analysis

บริษัทจะล้างขาดทุนสะสม 2.2 พันล้านบาทในปี 46

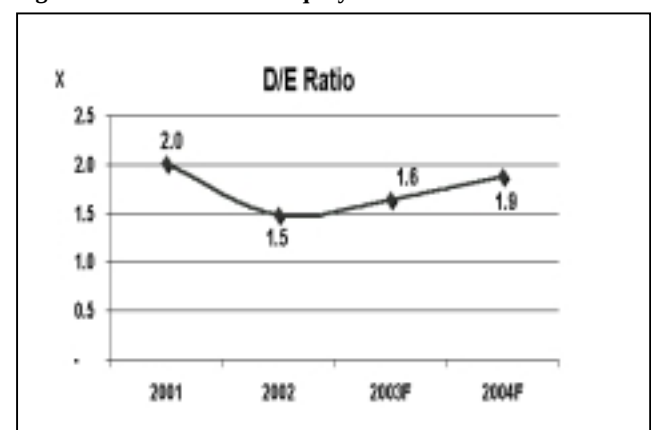
SIRI จะทำการล้างขาดทุนสะสมจำนวน 2.2 พันล้านบาทโดยจะทำการลด Par value เป็น 8.55 บาทจาก 10 บาท หลังจากนั้นจะนำส่วนที่ลด par value ลงพร้อมกับเงินสำรองที่กักไว้ตามกฎหมาย (Legal reserve) จำนวน 11.28 ล้านบาทและส่วนเกินมูลค่าหุ้น (Share premium) จำนวน 987 ล้านบาทมาหักลบล้างขาดทุนสะสมจำนวน 2.2 พันล้านบาท (ยอดตามงบดุลบริษัทและบริษัทย่อย ณ สิ้นปี 45) คาดสามารถดำเนินการได้ในต้นปี 46 ซึ่งจะมีผลทำให้ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วของบริษัทลดลงเป็น 9.42 ล้านบาทและ 7.41 ล้านบาทตามลำดับ

Figure 16: SIRI's Capital Structure

Source: SIRI and CNS

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งพร้อมระดับหนี้สินต่อทุนในระดับที่เหมาะสม

เนื่องจาก SIRI อยู่ในช่วงเร่งขยายโครงการโดยเฉพาะในปี 46-47 CNS เชื่อว่าระดับอัตราหนี้สินต่อทุนที่ 1.49 เท่าในปี 45 และ 1.64 เท่าในปี 46 นอกจากนี้ คาด Interest Coverage Ratio และ Debt Service Coverage จะปรับเพิ่มเป็น 7.61 เท่าและ 5.24 เท่าในปี 46 จาก 3.36 เท่าและ 0.82 เท่า ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทที่ยังคงแข็งแกร่ง โดยในปี 46 บริษัทมีแผนจะออกหุ้นกู้จำนวน 2 พันล้านบาทเพื่อลดต้นทุนทางการเงิน

Figure 17: SIRI's Debt to Equity Ratio

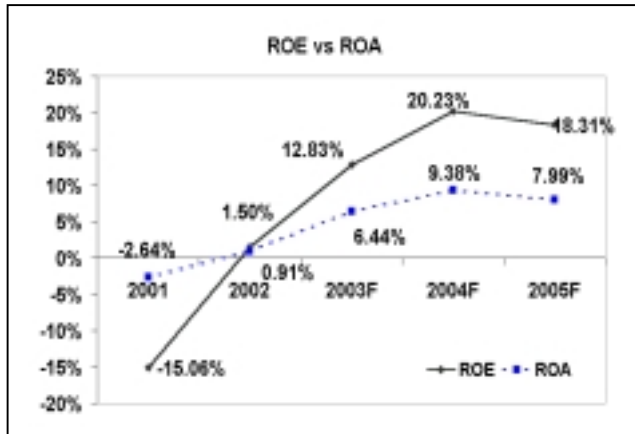
Source: CNS

คาดการณ์อัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (Return on equity) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนทรัพย์สิน (Return on assets) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดในปี 46 และปี 47

ในปี 46 จะเป็นปีที่ SIRI สามารถพลิกฟื้นธุรกิจได้อย่างเต็มที่ โดย CNS คาดว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (ROE) ของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้น

จาก 1.50% เป็น 12.82% และ 20.23% ในปี 46 และปี 47 ตามลำดับ และคาดการณ์ผลตอบแทนต่อส่วนทรัพย์สิน (ROA) ปรับตัวเพิ่มจาก 0.91% เป็น 6.44% และ 9.38% ในปี 46 และปี 47 ตามลำดับ จากความสำเร็จของนโยบายบ้านสร้างเสร็จก่อนขายและความสามารถในการปิดการขายโครงการในระยะเวลายาวนาน

Figure 18: Comparison between ROE and ROA ratio



Source: CNS Research

อัตราการหมุนของสินทรัพย์และสภาพคล่องปรับตัวดีขึ้นจากการบริหารสินทรัพย์และเงินสดที่มีประสิทธิภาพ

SIRI มีการบริหารสภาพคล่องและสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้นโดยคาดการณ์ Inventory turnover ratio ปรับตัวเพิ่มจาก 0.59 เท่าเป็น 0.68 เท่าในปี 46 และ 0.88 เท่าในปี 47 ตามลำดับ และคาดการณ์ Asset turnover ratio ปรับตัวเพิ่มจาก 0.26 เท่าในปี 45 เป็น 0.41 เท่าในปี 46 และ 0.57 เท่าในปี 47 โดยเป็นผลสะท้อนจากยอดขายโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้นและความสามารถในการปิดการขายที่เร็วขึ้นตามสภาพการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของตลาดอสังหาริมทรัพย์และความต้องการที่ยังคงมีอยู่ในระดับสูง

Figure 19: Activity ratios

Turnover Ratio	2002	2003F	2004F
Inventory turnover	0.59	0.68	0.88
Receivable turnover	8.85	9.73	8.27
Payable turnover	17.84	17.52	15.76
Fixed asset turnover	0.60	1.14	1.98
Total asset turnover	0.26	0.41	0.57

Source: CNS

ปี 48 คาด Free Cash Flow ของบริษัทกลับเป็นบวก

เนื่องจาก SIRI อยู่ระหว่างการลงทุนเพื่อขยายโครงการในปี 46 และปี 47 จึงทำให้บริษัทต้องใช้เงินลงทุนสูงสำหรับโครงการที่จะเปิดในอนาคต โดยคาดการณ์ Free Cash Flow ของบริษัทยังคงติดลบ 1.74 พันล้านบาทในปี 46 และติดลบ 1.32 พันล้านบาทในปี 47 และจะกลับเป็นบวกได้ในปี 48 เป็นต้นไป โดยแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่ในการพัฒนาโครงการในอีก 2-3 ปีข้างหน้าจะมาจากเงินเพิ่มทุน 2.58 พันล้านบาทเป็นหลักและเงินกู้จากแหล่งสถาบันการเงินบางส่วน คาดบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในปี 46

Valuation

ระดับ P/E 12.1 เท่าในปี 46 และ 6.4 เท่าในปี 47 เนื่องจากบริษัทจะมีอัตราการเติบโตสูงในครึ่งหลังของปี 46 และปี 47 CNS คาดหุ้น SIRI จะมีการซื้อขายที่ระดับ P/E ที่ 12.1 เท่าต่อระดับกำไรต่อหุ้นที่ 0.57 บาทในปี 46 และระดับ P/E ที่ 6.4 เท่าต่อระดับกำไรต่อหุ้นที่ 1.07 บาทในปี 47

Book value ต่อหุ้นที่ 4.43 บาทปี 46 และ 5.30 บาทในปี 47

CNS ประเมินการมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทแสนสิริในปี 46 ลดลงจากปี 45 ที่ 6.76 บาทต่อหุ้นเป็น 4.43 บาทต่อหุ้นในปี 46 ซึ่งการลดลงนี้เป็นผลจาก Dilution Effect จากการเพิ่มทุนจำนวน 2.58 พันล้านบาทในปี 45 สำหรับปี 47 CNS ประเมินการมูลค่าทางบัญชีของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 5.30 บาทต่อหุ้นจากรายได้การขายที่เพิ่มสูงขึ้นและผลประกอบการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยราคา Price per book value ของ SIRI อยู่ที่ 1.55 เท่าและ 1.29 เท่าตามลำดับ

CNS แนะนำ ซื้อ โดยประเมินราคาตามปัจจัยพื้นฐานที่ 7.87 บาทต่อหุ้นในปี 46 และ 10.93 บาทต่อหุ้นในปี 47

CNS เชื่อว่าวิธี DCF เป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานโดยใช้สมมติฐานให้บริษัทมียอดขายรวมเติบโต 8% ต่อปีตั้งแต่ปี 47 ถึงปี 50 และเติบโตต่อเนื่องในอัตรา 4.5% ต่อปีหลังจากปี 50 เป็นต้นไป และใช้สมมติฐาน Rf 4%, Market risk 20%, และ Beta 1.143 ทั้งนี้ จากการพิจารณาผลประกอบการของ SIRI ที่จะเติบโตอย่างก้าวกระโดดในช่วงครึ่งหลังของปี 46 CNS จึงประเมินราคาตามปัจจัยพื้นฐานปี 46 ที่ 7.87 บาทต่อหุ้น โดย ณ ระดับราคาตลาดที่ 6.85 บาท (ราคาปิดวันที่ 31 มีนาคม 46) SIRI ยังคง undervalue อยู่ 15% จากราคาตลาด คำแนะนำ ซื้อ

Figure 20: Fair value by DCF methodology

Valuation	2003F
Risk free rate (%)	4.00%
Market risk (%)	20.00%
WACC (%)	11.62%
Present value of free cash flows	(911)
Present value of terminal value	8,673
Total present value of FCF	7,762
Less: debt as at end-2003	(1,509)
Plus: S-T investment & cash	571
Total equity values	6,823
No. of fully-diluted shares outstanding (mn)	867
Equity value/share (Bt)	7.87

Source: CNS Research

Profit & Loss (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Sales	511	1,273	3,713	6,632	7,163
Costs of Sales	(386)	(962)	(2,524)	(4,556)	(4,896)
Gross Profit	125	311	1,189	2,077	2,267
Depreciation Expense	59	94	106	109	112
EBITDA	11	144	718	1,244	1,372
SG&A Expense	(173)	(261)	(576)	(941)	(1,007)
EBIT	(48)	50	612	1,135	1,261
Interest Expense	(27)	(43)	(92)	(108)	(100)
Other Income (Expense)	15	15	18	14	9
Pre-tax Profit	(59)	22	537	1,041	1,169
Corporate Tax	(1)	(5)	(22)	(39)	(187)
Pre-exceptional Profit	(61)	17	515	1,002	983
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	(31)	23	37	0	0
Gn (Ls) from Affiliates	0	(0)	0	0	0
Minority Interest	3	9	(58)	(76)	(55)
Net Profit	(89)	49	494	926	928
Normalized Profit (excl.FX&extra)	(58)	26	457	926	928
EPS (Bt)	(0.32)	0.10	0.57	1.07	1.07
No. of shares outstanding	280	486	867	867	867

Balance Sheet (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002F	2003F	2004F	2005F
Cash & S - T Investments	175	1,416	477	521	575
Current Assets	687	5,017	6,822	9,677	10,179
Fixed Assets	1,086	3,160	3,342	3,352	3,241
Total Assets	1,773	8,177	10,164	13,028	13,420
Short-term Loan and Overdrafts	13	1,347	1,620	2,296	2,440
Current Portion of Debt	17	133	37	71	51
Current Liabilities	274	1,909	2,630	4,092	4,314
LT Debt	159	2,229	2,618	3,184	2,854
Total Liabilities	1,183	4,889	6,323	8,433	8,305
Paid-up Capital	2,800	8,670	7,413	7,413	7,413
Retained Earnings	(2,320)	(2,275)	464	1,143	1,608
Minority Interests	(1)	64	122	198	253
Total Equity	590	3,288	3,841	4,596	5,115

Cash Flow Statement (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002F	2003F	2004F	2005F
Net profit	(89)	49	494	926	928
Foreign exchange adjustments	0	0	0	0	0
Depreciation and amortization	27	62	69	67	70
Changes in working capital	(37)	(2,152)	(1,796)	(1,761)	(295)
Net operating cash flow	(99)	(2,040)	(1,233)	(768)	703
Net capital expenditure	119	(2,211)	(330)	(294)	(33)
Free cash flow	20	(4,251)	(1,563)	(1,062)	670
Other items	(76)	(615)	58	76	55
Dividends paid	0	0	0	(247)	(463)
Equity issued	0	2,586	0	0	0
(Inc)/dec in net debt	(56)	(2,280)	(1,505)	(1,233)	262
Net cash/(debt) at beg.of the	43	(14)	(2,294)	(3,798)	(5,031)
(Inc)/dec in net debt	(56)	(2,280)	(1,505)	(1,233)	262
Net cash/(debt) at end of the year	(14)	(2,294)	(3,798)	(5,031)	(4,769)

Key Statistics & Ratios					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
PER/SHARE DATA (Bt)					
EPS	(0.32)	0.10	0.57	1.07	1.07
DPS	0.00	0.00	0.28	0.53	0.54
BV	2.11	6.76	4.43	5.30	5.90
EV	6.78	7.20	8.05	8.33	8.07
MULTIPLIER (X)					
PE	(21.60)	67.62	12.02	6.41	6.40
P/BV	3.25	1.01	1.55	1.29	1.16
EV/EBITDA	169.57	24.31	9.73	5.81	5.10
Dividend yield (%)	0%	0%	4%	8%	8%
PERCENTAGE GROWTH (%)					
Sales Growth	185%	149%	192%	79%	8%
EBITDA Growth	-107%	1186%	398%	73%	10%
Normalized Profit Growth	-70%	-154%	1526%	87%	0%
Net Profit Growth	-112%	-155%	903%	88%	0%
EPS Growth	-112%	-132%	462%	88%	0%
PROFITABILITY RATIO (%)					
Gross Margin	24.5%	24.4%	32.0%	31.3%	31.7%
EBITDA Margin	2.2%	11.3%	19.3%	18.8%	19.2%
EBIT Margin	-9.4%	3.9%	16.5%	17.1%	17.6%
ROE	-15.1%	1.5%	12.9%	20.2%	18.1%
ROA	-2.6%	0.9%	6.4%	9.5%	8.1%
ROCE	-8.4%	1.4%	12.5%	19.3%	20.4%
ASSET UTILIZATION (X)					
Fixed Asset Turnover	0.4	0.6	1.1	2.0	2.2
Receivable Turnover	29.4	41.3	37.6	44.3	54.6
Inventory Turnover	1.0	0.6	0.7	0.9	0.8
Payable Turnover	20.0	17.8	17.5	15.8	12.5
LIQUIDITY RATIOS (X)					
Current Ratio	2.5	2.6	2.6	2.4	2.4
Quick Ratio	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5
LEVERAGE RATIOS (X)					
Liabilities/Equity	2.01	1.49	1.65	1.83	1.62
Interest-bearing Debt/Equity	(0.03)	0.05	0.27	0.28	0.21
Interest Coverage	0.42	3.36	7.80	11.53	13.67
Debt Service Coverage	0.26	0.82	5.56	6.95	9.05

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ พัฒนาสิน จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่จัดทำมาจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่มีรับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่รับประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัท จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะมีการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ตลอดเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใด ๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดเจนการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

Strong Buy หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Buy หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Hold หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% หรือปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Reduce หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Sell หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน