

# Sansiri PCL (SIRI)

## Highlights

CNS ประเมินการผลกำไรสุทธิของ SIRI ในไตรมาสที่ 1/46 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1,659% y-y และ 9.44% q-q เป็น 56.22 ล้านบาทโดยเป็นกำไรพิเศษจากการขายบริษัทย่อย สิริภูเก็ต 37.83 ล้านบาท รายได้จากโครงการขายปรับตัวเพิ่ม 155% y-y แต่ลดลง 34.15% q-q เป็น 264 ล้านบาท เนื่องจากเป็นช่วงต่อของการปิดโครงการเก่าในขณะที่โครงการใหม่ยังไม่เริ่มการรับรู้รายได้ ในไตรมาสนี้ โดยรายได้จะมาจากโครงการบ้านเดี่ยววชิรพลและปิ่นเกล้าเป็นหลัก รายได้ค่าเช่าและรายได้จากโรงแรมโซฟิเทลปรับตัวเพิ่มเป็น 22.67 ล้านบาทและ 102.55 ล้านบาท และคาดรายได้จากบริษัทย่อยปรับเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญเป็น 50.95 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของทุกธุรกิจของบริษัทปรับตัวสูงขึ้นเป็น 29.17% จาก 25.16% ในไตรมาสก่อนจากสัดส่วนการรับรู้รายได้ที่ลดลงของโครงการวชิรพลที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าโครงการอื่น

สำหรับธุรกิจโรงแรมโซฟิเทลสี่ลมในไตรมาส 1/46 จะยังไม่ได้รับผลกระทบที่มีนัยสำคัญจากการระบาดของโรค SARS โดยยังสามารถรักษาอัตราการเข้าพัก (Occupancy Rate) ที่ 65% ในช่วง 3 เดือนแรกของปี 46 อย่างไรก็ดีตาม CNS เชื่อว่าในไตรมาส 2/46 และ 3/46 รายได้จากโซฟิเทลสี่ลมจะถูกระทบจากวิกฤตโรค SARS ดังนั้น CNS จึงปรับลดประมาณการอัตราการเข้าพักเหลือ 20% และ 30% ในไตรมาส 2 และ 3 ตามลำดับ และกลับสู่สภาพเกือบปกติในช่วง Peak season ในไตรมาส 4/46 ที่ 55% จากเดิมที่เคยประมาณการเฉลี่ยทั้งปีที่ 63% เหลือ 42.5% ส่งผลให้รายได้จากธุรกิจโรงแรมลดลงจากประมาณการเดิม 30% เหลือ 271 ล้านบาทในปี 46 โดยปัจจุบันสัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงแรมคิดเป็น 9% ของรายได้ทั้งหมด

จากการลดลงของรายได้โรงแรม CNS ได้ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 46 ลงเป็น 471.54 ล้านบาทคิดเป็นกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ 0.54 บาท อย่างไรก็ดีตาม CNS ยังคงเชื่อว่า SIRI ยังเป็นบริษัทที่มีการเติบโตของรายได้และผลประกอบการสูงเป็นอันดับต้น ๆ ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะช่วยปลายปี 46 และปี 47 จากการเร่งเปิดโครงการในช่วงที่ผ่านมา ปัจจุบัน SIRI มีโครงการรวม 12 โครงการมูลค่ารวม 1.5 หมื่นล้านบาท โดย CNS ประเมินราคาตามปัจจัยพื้นฐานปี 46 ของ SIRI อยู่ที่ 7.79 บาทต่อหุ้น (ปรับลดจาก 7.87 บาทต่อหุ้น) คำแนะนำ 'ซื้อ'

### Q1/2003 Preview and Conference call

- ปรับลดประมาณการรายได้จากโซฟิเทลสี่ลมลง 30% เป็น 271 ล้านบาทในปี 46 จากผลกระทบของโรค SARS โดยปรับลด Occupancy rate เหลือ 20% , 30% และ 55% ในไตรมาส 2-4/46 จากประมาณการค่าเฉลี่ยเดิมทั้งปีที่ 63%
- คาดกำไรสุทธิไตรมาส 1/46 ปรับตัวดีขึ้น 1,659% y-y และ 9.44% q-q อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของทุกธุรกิจของบริษัทปรับเพิ่มเป็น 29.17% จาก 25.16% ในไตรมาสก่อน
- โครงการในมือปัจจุบัน 12 โครงการมูลค่ารวม 1.5 หมื่นล้านบาท
- แผนขยาย Product line โดยจะเปิดโครงการบ้านทาวน์โฮมส์ ในทำเลสาทร วิทยุและการร่วมทุนกับบอส บนโครงการเดิมของ 'แนเชอรัล พาร์ค' ในทำเลเขตรามอินทรา
- ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ SIRI ลงเหลือ 471.54 ล้านบาทจากการลดลงของรายได้โรงแรม
- คำแนะนำ 'ซื้อ' ราคาพื้นฐานปี 46 อยู่ที่ 7.79 บาทต่อหุ้น (ปรับลดจาก 7.87 บาทต่อหุ้น โดยวิธี DCF)

## Today Focus

Sector

Property

Sector Rating

Overweight

## SIRI

Target Price **Bt7.79**

Market Price **Bt7.40**

Stock Rating

Current **BUY**

Previous **BUY**

Published date

**2 May 2003**

### Key data

Shares in Issue (mn)	867.14
Market Capitalization (Btmn)	5,939.17
12-mth High/Low (Bt)	8.20/4.46
3-mth Avg. Daily T/O (Btmn)	64.17
Foreign Limit/Actual	39%/25%
Free Float	28%
NVDR	4.24%
Dividend Policy	>=50%
Par Value (Bt)	8.55

Analyst

**Patti Tomaitrichitr, CFA**

662-285-0060 Ext. 3505

Patti.tomaitrichitr@th.nomura.com

### 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	2.78	3.03	(154.34)	-74%	(9.05)	0.00	0%
2001	(88.80)	(0.32)	(23.34)	3.51	11.20	-107%	64.39	0.00	0%
2002	49.26	0.10	73.05	1.09	144.08	1186%	26.17	0.00	0%
2003F	471.54	0.54	13.61	1.68	693.96	382%	10.62	0.27	4%
2004F	927.09	1.07	6.92	1.40	1,243.63	79%	6.15	0.53	7%

**ปรับลดประมาณการรายได้โฮเทล สีส้มลงจากประมาณการเดิม 30% เป็น 271 ล้านบาทจากผลกระทบของโรค SARS โดยปรับลด Occupancy rate เหลือ 20% , 30% และ 55% ในไตรมาส 2-4/46**

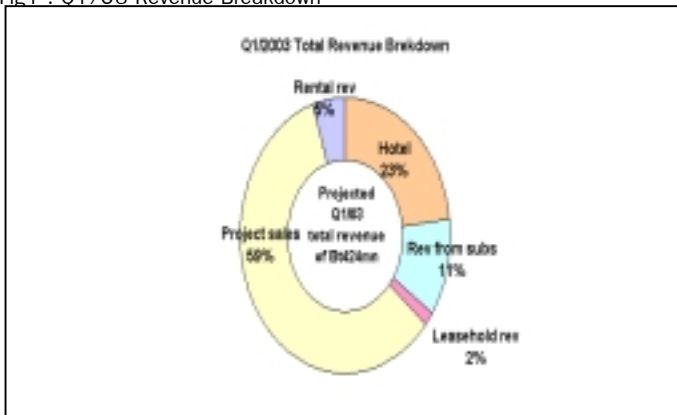
ถึงแม้ว่าในไตรมาส 1/46 รายได้จากโรงแรมโฮเทล สีส้มยังไม่ได้รับผลกระทบที่มึนัยสำคัญจากการระบาดของโรค SARS โดยยังสามารถรักษาอัตราการเข้าพัก (Occupancy Rate) ที่ 65% ในช่วง 3 เดือนแรกของปี 46 อย่างไรก็ตาม CNS เชื่อว่ารายได้จากธุรกิจโรงแรมของ SIRI จะถูกกระทบอย่างเต็มที่จากวิกฤตโรค SARS และภาวะการชบเซาของธุรกิจโรงแรมและการท่องเที่ยวในประเทศไทยและแถบเอเซีย โดยจะเริ่มส่งผลกระทบต่ออย่างชัดเจนในเดือนเมษายน 46 โดยในครึ่งแรกของเดือนเมษายน Occupancy rate ของโฮเทล สีส้มได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญเหลือเพียง 29% และมีแนวโน้มจะลดต่ำลงอีกในเดือนพฤษภาคม ดังนั้น CNS จึงปรับลดประมาณการ Occupancy rate ในไตรมาส 2/46 และ 3/46 เหลือ 20% และ 30% ตามลำดับ และกลับสู่สภาพเกือบปกติในช่วง Peak season ในไตรมาส 4/46 ที่ 55% จากเดิมที่เคยประมาณการเฉลี่ยทั้งปีที่ 63% เหลือ 42.5% ส่งผลให้ประมาณการรายได้ที่ได้รับจากธุรกิจโรงแรมลดลงจากประมาณการเดิมที่ 30% เหลือ 271 ล้านบาทในปี 46 ปัจจุบัน สัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงแรมคิดเป็น 9% ของรายได้ทั้งหมด โดยลูกค้ากลุ่มเป้าหมายของโรงแรมกว่า 50% เป็นลูกค้าชาวญี่ปุ่นและยุโรปซึ่งเป็นลูกค้ากลุ่มที่ให้ความสำคัญเรื่องสุขภาพและโรคร้ายไข้เจ็บเป็นหลัก

อย่างไรก็ตาม การลดลงของรายได้โฮเทล สีส้มจะไม่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่อง ความสามารถในการชำระหนี้ (ภาระหนี้ของโรงแรมปี 46 อยู่ที่ 76 ล้านบาท) และงบกระแสเงินสดของโฮเทลและ SIRI เนื่องจากบริษัทมีข้อตกลงที่จะได้รับเป็น Cash guarantee ขั้นต่ำที่ 120 ล้านบาทต่อปีกับกลุ่ม Accor ผู้บริหารโฮเทลสีส้มภายใต้เซ็น โฮเทล

**คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/46 ปรับเพิ่ม 1,659% y-y และ 9.44% q-q อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของทุกธุรกิจอยู่ที่ 29.17%**

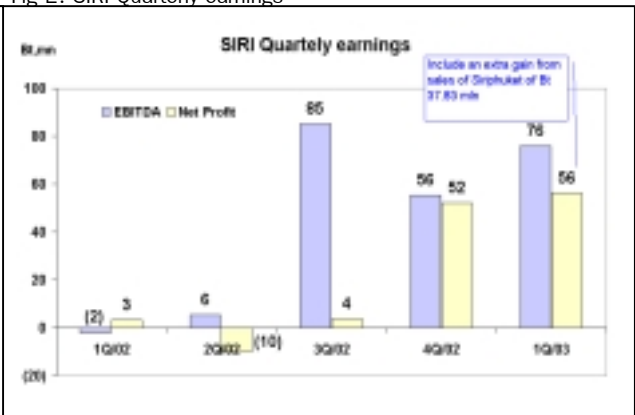
CNS ประมาณการรายได้รวมของ SIRI เพิ่มขึ้น 170.39% y-y แต่ลดลง 23.18% q-q เป็น 448.07 ล้านบาท โดยรายได้จากการขายโครงการปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าเป็น 264 ล้านบาทเนื่องจากเป็นช่วงต่อของโครงการเก่าและโครงการใหม่ และคาดการณ์รายได้จากบริษัทย่อยปรับตัวสูงขึ้น 20.71% y-y และ 702.36% q-q เป็น 50.95 ล้านบาท ในขณะที่รายได้จากค่าเช่าระยะยาวอยู่ที่ 22.67 ล้านบาทและรายได้จากธุรกิจโรงแรมโฮเทลเพิ่มขึ้น 19.22% q-q เป็น 102.55 ล้านบาท โดยในไตรมาสนี้ SIRI มีสัดส่วนรายได้จากโครงการขาย 59% รายได้จากธุรกิจโรงแรมโฮเทล 23% รายได้จากบริษัทย่อย 11% และรายได้ค่าเช่าระยะยาวและสิทธิการเช่า 5% และ 2% ตามลำดับ โดย CNS ประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับโครงการขายอยู่ที่ 32% และอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยสำหรับทุกธุรกิจของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 29.17% จาก 25.16% ในไตรมาส 4/45 คาดดอกเบี้ยจ่ายอยู่ที่ 23.01 ล้านบาทลดลงเล็กน้อยจาก 24.77 ล้านบาทในไตรมาสก่อน ส่งผลให้ EBITDA ของ SIRI ปรับตัวเพิ่มขึ้น 37% q-q เป็น 76 ล้านบาท

Fig1 : Q1/03 Revenue Breakdown



Source: CNS

Fig 2: SIRI Quarterly earnings



Source: CNS

ในไตรมาส 1/46 บริษัทได้บันทึกรายได้พิเศษจำนวน 37.83 ล้านบาท จากการขายบริษัทย่อย สิริภูเก็ท ให้กับบริษัท เนเชอรัล พาร์ค (N-Park) ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ SIRI มีกำไรสุทธิในไตรมาส 1/46 เพิ่มขึ้น 1,659% y-y และ 9.44% q-q เป็น 56.22 ล้านบาท ซึ่งหากหักรายการพิเศษออกไปก็จะส่งผลให้ SIRI มีกำไรก่อนหักรายการพิเศษจำนวน 21 ล้านบาทลดลง 60% จากไตรมาส 4/45

Fig3: Q1/2003 Projected income statement and key ratios analysis

Profit & Loss (Btmn)	1Q/02	4Q/02	1Q/03	YoY	QoQ
Sales	166	583	448	170%	-23%
Gross Profit	42	147	131	208%	-11%
EBITDA	(2)	56	76	n.a.	36%
SG&A Expense	(60)	(79)	(81)	35%	3%
EBIT	(18)	68	49	n.a.	-27%
Interest Expense	(3)	(25)	(23)	755%	-7%
Other Income (Exp.)	1	7	3	151%	-57%
Pre-tax Profit	(19)	50	29	n.a.	-42%
Pre-exceptional Profit	(19)	47	27	n.a.	-43%
Extra items	23	(1)	37	59%	n.a.
Net Profit	3	53	56	1659%	9%
Normalized Profit	(20)	54	19	n.a.	-60%
EPS (Bt)	0.01	0.11	0.06	468%	-39%
<b>Financial Ratio</b>	<b>1Q/02</b>	<b>4Q/02</b>	<b>1Q/03</b>		
Gross Margin (%)	26%	25%	29%		
EBIT Margin (%)	-11%	12%	11%		
EBITDA Margin (%)	-1%	10%	17%		
Net Margin (%), excl. fx	-12%	9%	5%		
no. of sh out	280.03	486.23	867.03		

Source: CNS

**รายได้จากการขายโครงการ  
ปรับเพิ่ม 155.76% y-y แต่ลดลง  
34.15% q-q**

CNS คาดว่ารายได้จากการขายโครงการของบริษัทจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 155.76% y-y แต่จะปรับตัวลดลง 34.15% q-q เป็น 263.92 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นรายได้จากโครงการบ้านนาราสิริวิหชล 87 ล้านบาท โครงการนาราสิริปินเกล้า 174 ล้านบาทและจากโครงการคอนโดมิเนียมสิริสาทร 3 ล้านบาทคิดเป็นสัดส่วน 33%, 66% และ 1% ตามลำดับ โดย CNS ประเมินการอัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจขายโครงการเพิ่มเป็น 32% จากสัดส่วนที่ลดลงของการรับรู้รายได้จากโครงการวิหชลที่ให้อัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าโครงการอื่นของบริษัท คาดว่าการรับรู้รายได้จากโครงการขายของบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดดในช่วงครึ่งหลังของปี 46 และปี 47 จากการทยอยเปิดโครงการใหม่หลายโครงการในช่วงปลายปี 45

Fig 4: Q1/03 Revenue by project



Source: CNS

Fig 5: Projects to be realised in Q1/2003

Project	Bt'mn	Units	Unit price	Q1/03
Watcharapol	500	75	6.67	87
Pinklao	330	37	8.92	174
Sirisathorn	529	169	3.13	3
<b>Total</b>				<b>264</b>

Source: CNS

**รายได้จากธุรกิจให้เช่าระยะยาวและ  
โรงแรมซีพีเทลปรับตัวสูงขึ้นในไตร  
มาส 1/46**

ในไตรมาส 1/46 คาดรายได้จากค่าเช่าระยะยาวปรับตัวเพิ่ม 83.71% y-y เป็น 22.67 ล้านบาท โดยรายได้ จากค่าเช่าจะมาจากอาคารสำนักงานสิริปิณทุย โครงการสิริอพาร์ทเมนท์ วิหชล และ สิริอพาร์ทเมนท์ สุขุมวิท12 สำหรับรายได้จากธุรกิจโรงแรมซีพีเทล สีสลม คาดว่าในไตรมาสนี้จะสามารถบันทึกรายได้เพิ่มขึ้น 19.22% y-y เป็น 102.55 ล้านบาท จากการประมาณการอัตราการเข้าพัก (Occupancy rate) ที่ 65% โดยคาดว่ารายได้จาก ซีพีเทล สีสลมในไตรมาส 1/46 จะยังไม่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโรค SARS

Fig 6: Q1/2003 Recurring income breakdown

Recurring income projects	Rental Space	Occupancy	Q1/03
1. Siripinyo Office Building	16,766	98%	15
2. Siri Apartment - Sukhumvit 12	5,230	90%	5
3. Siri Apartment - Wireless road	5,900	50%	3
Hotel			
1. Sofetel - Silom	n.a.	65%	103
Business Mgt Income + income from subs			
1. Bus mgt income + PPP			51
Revenue from leasehold			
1. Baan Sansiri			8
<b>Total</b>			<b>184</b>

Source: CNS

**รายได้จากบริษัทย่อยพลัส  
พรีอเพอร์ตี ปรับตัวเพิ่ม 20.71%  
y-y และ 702.36% q-q**

CNS ประเมินการรายได้จากธุรกิจรับจ้างบริหารโครงการของบริษัทย่อยพลัส พรีอเพอร์ตี พาร์ทเนอร์ (“PPP”) ในไตรมาสนี้เพิ่มสูงขึ้น 20.71% y-y และ 702.36% q-q เป็น 50.95 ล้านบาทจาก 42.21 ล้านบาทในไตรมาส 1/45 และ 6.35 ล้านบาทในไตรมาส 4/45ตามลำดับ สำหรับโครงการบ้านทาวน์ฮิวส์ที่ เอกมัยและสุขุมวิท50 และโครงการคอนโดที่สุขุมวิท38 และ 67 ของ PPP คาดจะเริ่มทยอยรับรู้รายได้ในช่วง ปลายปี 46

**โครงการในมือปัจจุบัน 12 โครงการ  
มูลค่ารวม 1.5 หมื่นล้านบาท**

ในปี 46 SIRI มีโครงการในมือรวม 12 โครงการมูลค่ารวม 1.53 หมื่นล้านบาทแบ่งเป็นโครงการบ้านเดี่ยว 4 โครงการมูลค่ารวม 9.4 พันล้านบาทในทำเล สาทรวงแหวน พัฒนาการ สุขุมวิท67 และสนามบินน้ำ โครงการ คอนโดมิเนียม 7 โครงการมูลค่า 5.6 พันล้านบาทในทำเล เย็นอากาศ สวนพลู สุขุมวิท13 ราชดำริ (มูลค่า 926 ล้านบาท) ซอยร่วมฤดี บ้านแสนเพลิน หัวหิน และโครงการคอนโดมิเนียมเพื่อขายที่ภูเก็ต (มูลค่า 2.5 พันล้านบาท) และโครงการอาคารพาณิชย์ที่สีลม 1 โครงการมูลค่า 292 ล้านบาท

**แผนเปิดโครงการบ้านทาวน์ฮิวส์ ใน  
ทำเลสาทร วิหชล และโครงการร่วม  
ทุนแบบ Consortium กับ บปส**

SIRI มีแผนขยาย Product Line ของบริษัทโดยมีแผนจะทำโครงการบ้านทาวน์ฮิวส์ในทำเลสาทร วิหชล โดยจะ เน้นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายระดับบน ขณะนี้ SIRI กำลังอยู่ระหว่างขั้นตอนเตรียมศึกษารายละเอียดโครงการ นอกจากนี้ปัจจุบัน SIRI กำลังอยู่ระหว่างการเจรจารายละเอียดการเข้าร่วมทำโครงการร่วมทุนแบบ Consortium กับบริษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงิน (บปส) ซึ่งจะเป็นการทำโครงการบ้านเดี่ยวบนที่ดินในโครงการเดิม ของ “แนเชอรัล พาร์ค” หรือ N-PARK ในทำเลเขตรามอินทรา คาดว่าจะสามารถเริ่มดำเนินโครงการได้ใน ปลายปี 46

**ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ SIRI  
ลง 4.55% เหลือ 471.54 ล้าน  
บาทจากการผลกระทบรายได้โร  
งจากโรค SARS**

CNS ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 46 ลงจากประมาณการเดิม 4.55% เป็น 471.54 ล้านบาทหรือกำไร สุทธิ 0.54 บาทต่อหุ้นจาก 494.00 ล้านบาทหรือกำไรสุทธิ 0.57 บาทต่อหุ้น จากการปรับลดประมาณการรายได้ โรงแรมซีพีเทล สีสลมลง 30% เป็น 270.61 ล้านบาทในปี 46

**คำแนะนำ 'ซื้อ' ราคาตามปัจจัยพื้นฐานปี 46 ที่ 7.79 บาทต่อหุ้น (ปรับลดจาก 7.87 บาทต่อหุ้น)**

CNS เชื่อว่าวิธี DCF เป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานโดยใช้สมมติฐานให้บริษัทมี ยอดขายรวมเติบโต 8% ต่อปีตั้งแต่ปี 47 ถึงปี 50 และเติบโตต่อเนื่องในอัตรา 4.5% ต่อปีหลังจากปี 50 เป็นต้นไป และใช้สมมติฐาน Rf 4%, Market risk 20%, และ Beta 1.143 ทั้งนี้ จากการพิจารณาประกอบ การของ SIRI ที่จะเติบโตอย่างก้าวกระโดดในช่วงครึ่งหลังของปี 46 CNS จึงประเมินราคาตามปัจจัยพื้นฐานปี 46 ที่ 7.79 บาทต่อหุ้น (ปรับลดจาก 7.87 บาทต่อหุ้น) โดย ณ ระดับราคาตลาดที่ 7.40 บาท (ราคาวันที่ 28 มีนาคม 46) SIRI ยังคง undervalue อยู่ 5.27% จากราคาตลาด คำแนะนำ "ซื้อ"

Profit & Loss (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Sales	511	1,273	3,590	6,535	7,057
Costs of Sales	(386)	(962)	(2,468)	(4,504)	(4,837)
Gross Profit	125	311	1,122	2,031	2,221
Depreciation Expense	59	94	106	109	112
EBITDA	11	144	694	1,244	1,372
SG&A Expense	(173)	(261)	(533)	(896)	(960)
EBIT	(48)	50	588	1,135	1,261
Interest Expense	(27)	(43)	(92)	(108)	(100)
Other Income (Expense)	15	15	18	14	9
Pre-tax Profit	(59)	22	514	1,042	1,170
Corporate Tax	(1)	(5)	(21)	(39)	(186)
Pre-exceptional Profit	(61)	17	493	1,003	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	472	927	929
Normalized Profit (excl.FX&extra)	(58)	26	435	927	929
EPS (Bt)	(0.32)	0.10	0.54	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	565	569	636
Current Assets	687	5,017	6,737	9,620	10,119
Fixed Assets	1,086	3,160	3,340	3,350	3,239
Total Assets	1,773	8,177	10,077	12,970	13,358
Short-term Loan and Overdrafts	13	1,347	1,583	2,270	2,411
Current Portion of Debt	17	133	37	71	51
Current Liabilities	274	1,909	2,571	4,048	4,266
LT Debt	159	2,229	2,618	3,184	2,854
Total Liabilities	1,183	4,889	6,259	8,385	8,253
Paid-up Capital	2,800	8,670	7,413	7,413	7,413
Retained Earnings	(2,320)	(2,275)	441	1,133	1,598
Minority Interests	(1)	64	122	198	253
Total Equity	590	3,288	3,818	4,585	5,105

Cash Flow Statement (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Net profit	(89)	49	472	927	929
Foreign exchange adjustments	0	0	0	0	0
Depreciation and amortization	27	62	69	67	70
Changes in WC & Others	(37)	(2,152)	(1,657)	(1,821)	(282)
Net operating cash flow	(99)	(2,040)	(1,117)	(827)	717
Net capital expenditure	119	(2,211)	(321)	(296)	(32)
Free cash flow	20	(4,251)	(1,438)	(1,123)	685
Other items	(76)	(615)	58	76	55
Dividends paid	0	0	0	(236)	(464)
Equity issued	0	2,586	0	0	0
(Inc)/dec in net debt	(56)	(2,280)	(1,380)	(1,283)	276
Net cash/(debt) at beg.of the year	43	(14)	(2,294)	(3,673)	(4,956)
(Inc)/dec in net debt	(56)	(2,280)	(1,380)	(1,283)	276
Net cash/(debt) at end of the year	(14)	(2,294)	(3,673)	(4,956)	(4,680)

Key Statistics & Ratios					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
<b>Per/Share Data (Bt)</b>					
EPS	(0.32)	0.10	0.54	1.07	1.07
DPS	0.00	0.00	0.27	0.53	0.54
BV	2.11	6.76	4.40	5.29	5.89
EV	7.33	7.75	8.50	8.83	8.55
<b>Multiplier (X)</b>					
PE	(23.34)	73.05	13.61	6.92	6.91
P/BV	3.51	1.09	1.68	1.40	1.26
EV/EBITDA	183.32	26.17	10.62	6.15	5.41
Dividend yield (%)	0%	0%	4%	7%	7%
<b>Percentage Growth (%)</b>					
Sales Growth	185%	149%	182%	82%	8%
EBITDA Growth	-107%	1186%	382%	79%	10%
Normalized Profit Growth	-70%	-154%	1452%	96%	0%
Net Profit Growth	-112%	-155%	857%	97%	0%
EPS Growth	-112%	-132%	437%	97%	0%
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross Margin	24.5%	24.4%	31.2%	31.1%	31.5%
EBITDA Margin	2.2%	11.3%	19.3%	19.0%	19.4%
EBIT Margin	-9.4%	3.9%	16.4%	17.4%	17.9%
ROE	-15.1%	1.5%	12.3%	20.2%	18.2%
ROA	-2.6%	0.9%	6.2%	9.5%	8.2%
ROCE	-8.4%	1.4%	12.3%	19.5%	20.6%
<b>Asset Utilization (X)</b>					
Fixed Asset Turnover	0.4	0.6	1.1	2.0	2.1
Receivable Turnover	29.4	41.3	39.0	44.9	55.3
Inventory Turnover	1.0	0.6	0.7	0.9	0.8
Payable Turnover	20.0	17.8	17.4	15.8	12.4
<b>LIQUIDITY RATIOS (X)</b>					
Current Ratio	2.5	2.6	2.6	2.4	2.4
Quick Ratio	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5
<b>LEVERAGE RATIOS (X)</b>					
Liabilities/Equity	2.01	1.49	1.64	1.83	1.62
Interest-bearing Debt/Equity	(0.03)	0.05	0.25	0.27	0.20
Interest Coverage	0.42	3.36	7.54	11.53	13.67
Debt Service Coverage	0.26	0.82	5.37	6.95	9.05

Profit & Loss (Btmn)					
Interim Profit & Loss (Btmn)	1Q/02	2Q/02	3Q/02	4Q/02	1Q/03
Sales	166	156	368	583	448
Gross Profit	42	39	83	147	131
Depreciation Expense	16	16	75	(12)	26
EBITDA	(2)	6	85	56	76
SG&A Expense	(60)	(49)	(73)	(79)	(81)
EBIT	(18)	(10)	10	68	49
Interest Expense	(3)	(3)	(13)	(25)	(23)
Other Income (Expense)	1	2	4	7	3
Pre-exceptional Profit	(19)	(11)	1	47	27
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	23	1	0	(1)	37
Net Profit	3	(10)	4	52	56
Normalized Profit (excl.FX&extra)	(20)	(11)	4	53	19
EPS (Bt)	0.01	(0.04)	0.01	0.11	0.06
No. of shares outstanding	280	280	425	486	867

**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

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ พัฒนา สัน จากัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลทั้งหมดที่หาได้จากแหล่งที่เชื่อถือหรือความเชื่อที่เชื่อถือได้ และ/หรือข้อมูลที่ได้มาจากบุคคลที่เชื่อถือได้ บริษัทฯ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปราศจากความผิดพลาดหรืออาจมีความเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯ จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และ/หรือข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้โดยไม่มีการแก้ไข บริษัทฯ รวมถึงบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ อาจจะทำการส่งมอบ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ หากแต่ ข้อมูลและสาระสำคัญของเอกสารฉบับนี้ มิได้ประสงค์จะขาย เสนอแนะ หรือส่งเสริมการลงทุน หรือ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการเปลี่ยนแปลงโดยมิได้แจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์

บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ คัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใด ๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องระบุถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงวันที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทฯ โดยชัดเจน

การลงทุนในหรือซื้อขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อขายหลักทรัพย์