

3 July 2003

Thailand

Property

แสนสิริ (SIRI)

คาดการณ์ราคาหุ้นปี 2546 เดบิต 832%

Analyst:

ชัยยันต์ จันทนศิริ

TEL 0-2231-1111 Ext 525

E-mail Chaiyanj@kgi.co.th

BUY

Target Price : 15.00 (+67%)

Current Price : 9.00 (L)

Stock Watch

52-Week High (30 Jun 03)	Bt9.00
52-Week Low (14 Oct 02)	Bt3.83
52-Week Average	Bt5.62

Share Data

Mkt. Capitalization:	Bt7,200mn
Issued Shares: (Bt1 par)	Bt867mn
Common:	
Preferred:	-
Net Book Value: (as of 8-May-03)	Bt3.77
1-yr Avg. Daily Turnover (shr):	Bt10,296,722

Source: KGI research

Major shareholder

NPARK	24.80
Morgan Stanley & o	7.9

Share Price Performance

	1wk	1mth	3mth	12mth
Absolute per (%)	2.5	13.7	22.1	61.8
Relative per (%)	1.8	-0.6	-3.6	36.9

SIRI : 1yr Stock Price Performance



อัตราการเติบโตในระยะเวลา 2 ปีข้างหน้าของ SIRI จะอยู่ในระดับที่สูงมากเป็นผลมาจากรายได้ที่คอยรับรู้จากคอนโดมิเนียมที่มีอยู่สูง นอกจากนี้การเปิดโครงการเป็นจำนวนมากจะช่วยเร่งการเติบโตของกำไรสุทธิในปี หน้า

สรุปประเด็นสำคัญ

- ▶ คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาสที่ 2/46 ยังไม่ดี เราคาดว่า SIRI จะมีกำไรจากการดำเนินงานในไตรมาสที่ 2/46 เพิ่มขึ้น 26%q-q เป็น 21 ล้านบาท
- ▶ มีรายได้ที่คอยรับรู้ปี 2547 สูงถึง 3.2 พันล้านบาท ยอด Presales ในปัจจุบันสูงถึง 3.6 พันล้านบาท เราคาดว่า SIRI จะมีการรับรู้รายได้ในปี 2546 จำนวน 3.5 พันล้านบาท และเหลือไปรับรู้ปี 2547 สูงถึง 3.2 พันล้านบาท
- ▶ ผลกระทบจาก SARS เริ่มน้อยลง สถานการณ์ของ SARS ที่เริ่มดีขึ้นทำให้ OR ในเดือนมิถ. เพิ่มขึ้นมาถึง 40% และเราคาดว่าจะดีขึ้นเรื่อยๆ ในครึ่งปีหลัง และคาดว่าธุรกิจโรงแรมจะเริ่มมีกำไรในปี 2547
- ▶ คาดการณ์เงินปันผลสำหรับผลการดำเนินงานปี 47 สูงถึง 0.79 บาท เราคาดว่า SIRI จะจ่ายปันผลประมาณ 0.26 บาท และ 0.79 บาท ในปี 2546 และ 2547 ตามลำดับ
- ▶ ยังคงค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับกลุ่ม เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มแล้ว มูลค่าของ SIRI ยังคงค่อนข้างถูก P/E 04 อยู่ที่ 5.67 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม มูลค่าที่เหมาะสมจาก DCF อยู่ที่ 15 บาท หรือที่ P/E04 ที่ 10 เท่า ดังนั้นเราจึงลงแนะนำ “ซื้อ”

Financial Summary

Bt (mn)	Dec2001A	Dec2002A	Dec2003F	Dec2004F	Dec2005F
Revenue	285	868	3,579	9,690	10,175
Y-Y change (%)	100.0	204.6	312.3	170.7	5.0
EBITDA	26	182	1,065	2,591	3,039
Y-Y change (%)	NA	596.8	485.8	143.3	17.3
operating profit	-57	41	870	2,724	2,859
Y-Y change (%)	NA	-171.6	2,019.1	213.2	5.0
Norm Profit	-128	26	459	1,368	1,673
Y-Y change (%)	NA	-120.3	1,664.2	198.0	22.3
Net Profit	-93	49	459	1,368	1,673
Y-Y change (%)	NA	-153.0	832.0	198.0	22.3
EPS W.A.(Bt)	-0.33	0.10	0.53	1.58	1.93
Y-Y change (%)	NA	-130.1	429.5	198.0	22.3
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.26	0.79	0.58
Adj BVS (Bt)	2.09	5.73	4.19	5.43	7.02
Gross Margin (%)	22.7	22.4	35.6	35.2	35.2
Dividend Yield (%)	-	-	2.9	8.8	6.4
ROE (%)	NA	2.5	13.3	32.8	31.0
ROA (%)	NA	0.99	4.88	10.92	10.55
Net D/E (X)	1.69	1.38	1.54	1.22	1.00
PER (x)	NA	90.00	17.00	5.70	4.67
P/BV (x)	4.30	1.57	2.15	1.66	1.28
EV/EBITDA (X)	219.21	55.16	12.38	5.31	3.28

Source: Company data & KGI estimates

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาสที่ 2/46 ยังไม่ดี

ถึงแม้ว่ารายได้จากการขายบ้านจะเพิ่มขึ้น 332% y-y และ 63% q-q เป็น 402 ล้านบาท แต่ SIRI ได้รับผลกระทบจาก SARS ทำให้มีผลขาดทุนจากธุรกิจ โรงแรม เราคาดว่า SIRI จะมีกำไรจากการดำเนินงานในไตรมาสที่ 2/46 เพิ่มขึ้น 26% q-q เป็น 21 ล้านบาท อย่างไรก็ตามในไตรมาสนี้คาดว่าจะมีกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้เพิ่มเข้ามาอีก 120 ล้านบาท ซึ่งจะทำให้กำไรในไตรมาสที่ 2/46 สูงถึง 141 ล้านบาท หรือ 0.16 บาท ต่อหุ้น

Figure 1: 2Q03 Forecast

(Bt.mn)	2Q03	2Q02	%Chg.y-y	1Q03	%Chg.q-q
Revenue from proj. sales	402	93	332%	247	63%
Cost of proj. sales	255	111	129%	174	47%
Gross margin	36%	-20%	nm	30%	23%
SG&A	87	49	79%	79	10%
Operating profit	72	(10)	-842%	27	169%
Interest expense	34	3	1200%	21	57%
Norm. Profit	21	(10)	nm	17	26%
Norm. EPS	0.02	(0.04)	nm	0.02	26%
Extraordinary item	120	0	nm	38	133%
Net Profit	141	(10)	nm	54	159%
EPS	0.16	(0.04)	nm	0.06	159%

Source: Company data & KGI estimates

มีรายได้ที่คอยรับรู้ปี 2547 สูงถึง 3.2 พันล้านบาท

เราคาดว่า SIRI จะเป็นบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายที่สูงมากในช่วง 2 ปี ข้างหน้า ยอด Presales ในปัจจุบันสูงถึง 3.6 พันล้านบาท เป็นยอด Presales จากการขายคอนโดประมาณ 85% ที่เหลือจะมาจากบ้านและทาวน์เฮ้าส์ เราคาดว่า SIRI จะมีการรับรู้รายได้ในปี 2546 จำนวน 3.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 312% y-y และ 9.6 พันล้านบาทในปี 2547 หรือเพิ่มขึ้น 170% y-y

Figure 2: Presales and recognized sales forecast

	2002	1H03F	2003F	2004F
Presales	1,303	3,669	6,669	10,000
Beg Unrealized Sales	162	273	273	3,363
Recognized Sales	868	649	3,579	9,690
End Unrealized Sales	273	3,294	3,363	3,673
% Recognition	59%	16%	52%	73%

Source: Company data & KGI estimates

รายได้จากการขายโครงการจะมาจาก 3 ส่วน:

1. รายได้จากการขายบ้าน คาดว่ารายได้จากการขายบ้านจะมีจำนวน 2,075 ล้านบาท โดยรายได้หลักจะมาจากโครงการ Nara Siri- Wongwan ประมาณ 50% โครงการนี้เปิดขายในเดือนพค. ขณะนี้ขายได้แล้ว 28 units หรือประมาณ 440 ล้านบาท

Figure 3: Housing sales projection

(Btmn)	Type	Launched	Sold	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	2004
Housing													
Nara Siri Phase 3	BTO	2002	100%	86	0	0	0	86	0	0	0	0	0
Nara Siri Pinklao	PB	2002	100%	153	34	0	0	187	0	0	0	0	0
Nara SIRI Wongwan	PB	May03	19%	0	144	300	600	1,044	600	456	0	0	1,056
Nara SIRI Pattanakarn	PB	4Q03	0%	0	0	0	199	199	199	199	199	199	795
Nara SIRI Sukhumvit 67	PB	4Q03	0%	0	0	0	425	425	566	566	566	566	2,265
Nara SIRI Sanambin nam	PB	4Q03	0%	0	0	0	135	135	135	135	135	135	538
Srethasiri	PB	4Q03	0%	0	0	0	0	0	248	248	248	248	990
Saransiri	PB	4Q03	0%	0	0	0	0	0	94	94	94	94	376
Total				239	178	300	1,358	2,075	1,841	1,697	1,241	1,241	6,020

Source: Company data & KGI estimates

2. รายได้จากคอนโดมิเนียม คาดว่ารายได้จากคอนโดมิเนียมจะสูงถึง 1.3 พันล้านบาท ในปี 2546 และ 3 พันล้านบาทในปี 47 จากข้อมูลข้างล่างจะเห็นได้ว่าโครงการส่วนใหญ่มีการขายไปเกือบหมดแล้วและจะคอยรับรู้ในปีนี้และปีหน้า หรือมีรายได้ที่คอยรับรู้ค่อนข้างแน่นอน

Figure 4: Condominium sales projection

(Btmn)	Type	Launched	Sold	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	2004
Baan Sirisathorn Yenakard*	CD	Oct02	100%	4	107	300	118	529	0	0	0	0	0
Baan Siri Sukhumvit 13*	CD	Jan03	90%	0	0	31	189	220	88	0	0	0	88
Baan Sirisathorn Suanplu*	CD	Jan03	76%	0	27	60	87	174	100	61	0	0	161
Baan Rajdamri	CD	Jan03	75%	0	90	93	139	322	139	139	139	188	605
Baan Sanploen	CD	Mar03	100%	0	0	0	0	0	146	255	270	0	671
Baan Siriruedee	CD	May03	86%	0	0	0	100	100	194	145	45	0	384
SIRI Phuket	CD	1Q04	0%	0	0	0	0	0	0	0	328	655	983
Nanthatasiri	CD	4Q03	0%	0	0	0	0	0	0	0	0	143	143
Total				4	224	483	633	1,344	666	600	781	986	3,034

Source: Company data & KGI estimates

3. รายได้จาก Property Plus คาดว่าจะมีการรับรู้รายได้ในปี 2546 และ 2547 จำนวน 156 ล้านบาท และ 578 ล้านบาท ตามลำดับ

Figure 5: PLUS projection

(Btmn)	Type	Launched	Sold	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	2003	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	2004
PLUS 38	CD	Mar03	100%	0	0	0	0	0	0	0	250	0	250
PLUS 67	CD	May03	17%	0	0	0	0	0	0	0	50	200	250
CITI PLUS 50	TH	Mar03	100%	0	0	75	55	130	0	0	0	0	0
CITI PLUS 63	TH	Jun03	7%	0	0	0	26	26	47	31	0	0	78
Total				0	0	75	81	156	47	31	300	200	578

Source: Company data & KGI estimates

ผลกระทบจาก SARS เริ่มน้อยลง

อัตราการเข้าพัก (Occupancy Rate หรือ OR) ของโรงแรม Sofitel Silom หลังจากไตรมาสที่ 1/46 เป็นต้นมาได้รับผลกระทบจาก SARS ค่อนข้างมาก OR ลดลงเหลือ 27% และ 26% ในเดือนเมษ.และพค. ตามลำดับ อย่างไรก็ตามสถานการณ์ของ SARS ที่เริ่มดีขึ้นทำให้ OR ในเดือนมิย. เพิ่มขึ้นมาที่ 40% และเราคาดว่าจะดีขึ้นเรื่อยๆในครึ่งปีหลัง และคาดว่าธุรกิจโรงแรมจะเริ่มมีกำไรในปี 2547

Figure 6: Forecast of occupancy rate of Sofitel Silom

(Btmn)	1Q03	April	May	June	2Q03F	3Q03F	4Q03F
Occupancy rate	70%	27%	26%	40%	31%	40%	50%
Revenue from Hotel	65	9	9	13	31	40	50

Source: Company data & KGI estimates

คาดการณ์เงินปันผลสำหรับผลการดำเนินงานปี 47 สูงถึง 0.79 บาท

เราคาดว่า SIRI จะเป็นบริษัทที่ให้อัตรารอบแทนเงินปันผลที่ดีในระยะยาว จากนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 50% เราคาดว่า SIRI จะจ่ายปันผลประมาณ 0.26 บาท และ 0.79 บาท ในปี 2546 และ 2547 ตามลำดับ หรือมีอัตรารอบแทนเงินปันผลสำหรับผลการดำเนินงานปี 2546 และ 2547 คือ 2.93% และ 8.72% ตามลำดับ

สินทรัพย์จะขยายตัวสูงมาก

หลังจากการเพิ่มทุนที่ผ่านมามีในปี 2545 สินทรัพย์ของ SIRI เติบโตขึ้นมากจากปี 2001 ในปี 2003 SIRI มีแผนที่จะเปิดโครงการทั้งสิ้น 17 โครงการมูลค่ารวมกันประมาณ 16 พันล้านบาท เราคาดว่าสินทรัพย์ของ SIRI จะเพิ่มขึ้นเป็น 10,000 ล้านบาท ในปี 2547 เราคาดว่า Net D/E ของ SIRI จะ สูงสุดในปี 2546 นี้ที่ 1.6 เท่า ในขณะที่ ROE อยู่ที่ 13.3% และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 32.8% ในปี 2547

Figure 7: Asset Projection

(Btmn)	2001	2002	2003F	2004F
Number of Project (Projects)	1	4	17	1
Total Project Value	586	1,319	16,849	3,276
Total Assets	1,769	8,177	10,620	14,443
Sales	285	868	3,579	9,690
Enterprise Value (EV)	5,734	10,057	13,225	13,794
Net D/E	1.69	1.38	1.54	1.22
ROE	-14.6%	2.5%	13.3%	32.8%
EV/Project Value	9.79	7.62	0.78	4.21
EV/Recognized revenue	20.12	11.58	3.69	1.42

Source: Company data & KGI estimates

ยังค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับกลุ่ม

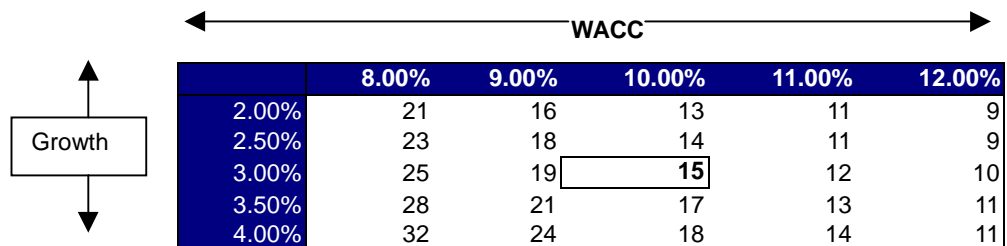
เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มแล้ว มูลค่าของ SIRI ยังค่อนข้างถูก P/E 04 อยู่ที่ 5.67 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม มูลค่าที่เหมาะสมจาก DCF อยู่ที่ 15 บาท หรือที่ P/E04 ที่ 10 เท่า ดังนั้นเรายังคงแนะนำ “ซื้อ”

Figure 8: Market Based Valuation & Recommendation

	Price (Bt.)	EPS03	EPS04	BV03	BV04	P/E 03	P/E04	P/BV03	P/BV04	ROE	Fair Value	% Upside	Recommendation
AP	4.70	0.46	0.52	1.05	1.38	10.24	9.03	4.48	3.41	45.01%	5.70	21.28%	BUY
GOLD	13.30	0.91	1.56	9.30	10.90	14.62	8.53	1.43	1.22	10.30%	19.00	42.86%	BUY
LALIN	36.50	3.58	3.77	15.13	21.66	10.18	9.67	2.41	1.69	24.31%	46.00	26.03%	BUY
LH	9.05	0.66	0.71	2.98	3.66	13.66	12.68	3.04	2.47	28.63%	9.70	7.18%	N/A
LPN	32.75	3.23	5.55	15.07	18.67	10.15	5.90	2.17	1.75	29.80%	43.00	31.30%	BUY
MK	24.10	3.64	4.46	27.87	30.99	6.63	5.40	0.86	0.78	9.62%	27.00	12.03%	BUY
NOBLE	10.60	1.60	1.70	5.31	6.16	6.62	6.23	2.00	1.72	33.25%	13.00	22.64%	N/A
SPALI	2.90	0.30	0.43	2.20	2.79	9.58	6.75	1.32	1.04	16.86%	3.01	3.79%	LT BUY
SIRI	9.00	0.53	1.58	4.19	5.43	17.00	5.70	2.15	1.66	13.27%	15.00	66.67%	BUY
Median						10.18	6.75	2.15	1.69	24.31%			

Source:KGI estimates

Figure 9: Sensitivity analysis between WACC and g to fair value of SIRI



	WACC				
	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%
2.00%	21	16	13	11	9
2.50%	23	18	14	11	9
3.00%	25	19	15	12	10
3.50%	28	21	17	13	11
4.00%	32	24	18	14	11

Source:KGI estimates