

# บริษัท แسنสิริ จำกัด (มหาชน) [SIRI]

BUY

ราคาปิด 13.40 บาท

ราคาเป้าหมายยาว 1 ปี ก่อน XR 21.50 บาท หลัง XR 15 บาท

### Quarterly Results

FY Dec (Btm)	3Q02	2Q03	3Q03	%y-o-y	%q-o-q
Sales	271	455	1,068	294	135
Rental income	30	33	33	12	1
Service	34	50	58	70	17
Room rental income	19	29	58	21	9
Food & beverage income	6	18	30	359	64%
Tota revenue	360	585	1,247	246	113
Cost of sales	-214	-274	-702	228	15
Cost of rental	-17	-17	-16	-8	-9%
Cost of service	-28	-43	-57	104	3
Cost of room rental	-13	-25	-32	148	28
Cost of food & beverage	-9	-22	-28	229	29%
Total cost	-280	-382	-835	198	119
Gross margin on sales	57	181	366	540	103
Gross margin on rental	13	15	17	38	13
Gross margin on service	7	7	2	-74	-74
Gross margin on room rental	6	4	26	354	498
Gross margin on food & beverage	-2	-4	1	nm	nm
Total gross profit	80	203	412	416	103
SG&A Expenses	-54	-80	-196	261	145
Cost of hotel management	-17	-20	-24	36	21
Operating profit	8	103	192	2265	86
Revunes from leasehold right written off	8	8	8	0	0
Leasehold and development cost written off	-5	-5	-5	0	0
Gross profit from leasehold written off	3	3	3	0	0
Operating profit after leasehold	11	106	195	1675	84
Total non-operating income	4	14	164	4099	1095
Directors' remuneration	-1	-1	-1	29	13
Interest expense	-13	-26	-23	82	-9
Equity income	0	0	1	nm	nm
EBT	1	94	336	30516	259
Tax expense	-1	-12	-17	2078	38
Gains/loss from debt restructuring	0	116	0	nm	nm
Minority interest	3	-24	-75	nm	nm
Net profit	3	173	244	9343	41
EPS (Bt)	0.00	0.20	0.28		
No. of share	867	867	867		
Gross margin on sales (%)	21.09	39.71	34.25		
Gross margin on rental (%)	42.27	46.86	52.39		
Gross margin on service (%)	19.25	13.43	2.94		
Gross margin on room rental (%)	30.81	14.88	44.92		
Gross margin on food & beverage (%)	-33.74	-22.32	4.18		
Total gross margin (%)	28.63	43.86	38.30		
Operating profit margin (%)	3.00	22.74	18.00		
Net profit margin (%)	0.95	37.97	22.84		
SG&A expense / sales (%)	-15.07	-13.66	-15.73		

### Forecasts and Valuation

FY Dec (Btm)	2001A	2002A	2003F	2004F
Revenue form operation	479	1,241	4,148	11,688
Operating profit	-57	41	579	2,890
EBITDA	2	135	694	3,019
Net profit	-93	49	658	2,074
Norm. net profit	-58	49	422	1,774
Norm. EPS (Bt)	-0.21	0.06	0.47	1.14
EPS Gth (%)	nm.	nm.	723	145
Norm. P/E (x)	nm.	235.86	28.67	11.72
P/Cash Flow (x)	nm.	81.04	15.66	9.43
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.21	0.67
Div Yield (%)	0.00	0.00	1.58	4.99
EV/EBITDA (x)	2,141.1	94.8	21.1	7.0
Gearing (%)	cash	0.37	0.61	0.05
ROE (%)	nm.	1.33	9.87	21.58
Book Value (Bt)	2.11	3.72	4.65	5.88
P/Book Value (x)	6.35	3.60	2.88	2.28

ไตรมาส 3/46 SIRI มีกำไรสุทธิ 244 ล้านบาท เติบโตขึ้นมากจากช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีกำไรสุทธิ 3 ล้านบาท และขยายตัว 41%QoQ โดยเป็นผลจากรับรายได้จากการขายเพิ่ม และมีกำไรจากการขายเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ที่สุภูมิวิท 12 เท่ากับ 154 ล้านบาท หากไม่รวมรายการนี้บริษัทจะมีกำไรสุทธิปกติ 90 ล้านบาท เพิ่ม 58%QoQ แนวโน้มขยายตัวก้าวกระโดด แม้ว่าบริษัทจะต้องเพิ่มทุนอีก 589.218 ล้านบาทเพื่อนำเงินมาลงทุนทำโครงการใหม่ แต่บริษัทสามารถทำกำไรได้ 47 ได้ทันกับจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น คาดการณ์ว่าปี 47 EPS - Fully Diluted จะเพิ่มได้ 145% แนะนำให้ทยอยซื้อลงทุน

• ไตรมาส 3/46 SIRI มีกำไรสุทธิ 244 ล้านบาท เติบโตขึ้นมากจากช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีกำไรสุทธิ 3 ล้านบาท และขยายตัว 41%QoQ โดยเป็นผลจาก 1) การรับรู้รายได้จากการขายเพิ่มเป็น 1.07 พันล้านบาท ขยายตัว 135%QoQ และ 2) มีกำไรจากการขายเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ที่สุภูมิวิท 12 เท่ากับ 154 ล้านบาท หากไม่รวมรายการนี้บริษัทจะมีกำไรสุทธิปกติ 90 ล้านบาท เพิ่ม 58%QoQ

• หุ้นเพิ่มขึ้นมากเพราะลงทุนเปิดโครงการใหม่มาก โดยสิ้นก.ย.46 มีหุ้นสิ้นสุทธิ 4 พันล้านบาท Net gearing ปรับขึ้นเป็น 1.07 เท่า บริษัทจึงต้องขอมติเพิ่มทุน

• จะเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิม 589.218 ล้านบาท ในสัดส่วน 3 หุ้นเดิมต่อ 2 หุ้นใหม่ในราคาหุ้นละ 5.00 บาท (เท่ากับราคาพาร์ใหม่) ซึ่งจะกำหนดวัน XR ประมาณต้นปี 47 และเรียกชำระเงินช่วงเดือนก.พ.-มี.ค.47 ทั้งนี้มติของคณะกรรมการจะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในวันที่ 17 พ.ย.46 ก่อน

• การเพิ่มทุนครั้งนี้ทำให้เกิด Dilution Effect 40% แต่เป็นผลดีในระยะยาว โดยจะเปิดโครงการใหม่ได้อีกประมาณ 1.7-1.8 หมื่นล้านบาท การเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิมจะทำให้บริษัทมี Dilution Effect 40% แต่จะเป็นผลดีในระยะยาว โดยหากบริษัทสามารถเพิ่มทุนได้ครบจำนวน จะได้เม็ดเงินเข้ามา 2,946 ล้านบาท ซึ่งมีแผนนำไปใช้ในการซื้อที่ดิน ลงทุนในการก่อสร้างโครงการใหม่มูลค่า 1.7-1.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นคอนโดมิเนียม, ทาวน์เฮ้าส์ในเมือง และบ้านเดี่ยวเพื่อขายในปี 47-48 นอกจากนั้นยังทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำกว่า 1 เท่า ซึ่งอยู่ในระดับเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม

• บริษัทคาด EPS ปี 47 หลังเพิ่มทุนเท่ากับ 1.50 บาทต่อหุ้น แต่ DBSV ยังประมาณการอย่างอนุรักษ์นิยมไว้ที่ 1.14 บาท เนื่องจากยังไม่เห็นรายละเอียดของโครงการที่จะเปิดใหม่ และยังไม่ได้รวมรายได้จากการขายคอนโดมิเนียมในโครงการสิริภูเก็ตเข้ามา เพราะบริษัทยังกำหนดรายละเอียดของโครงการไม่เรียบร้อย

• การดำเนินงานดีขึ้นชัดเจนตั้งแต่ครึ่งหลังปี 46 เป็นต้นไป โดยเฉพาะไตรมาส 4/46 จะมีกำไรเพิ่มก้าวกระโดดเมื่อเทียบ QoQ ซึ่งเป็นไปตามโครงการใหม่ที่เปิดเพิ่มมาโดยตลอด สำหรับทั้งปี 46 คาดการณ์ว่าบริษัทจะมีรายได้รวม 4.15 พันล้านบาท ขยายตัว 234%YoY ด้านกำไรสุทธิปกติปี 46 ประมาณการไว้เท่ากับ 422 ล้านบาท EPS = 0.47 บาท เพิ่มขึ้น 756%YoY

• ...ไตรมาส 4/46 หรือไตรมาส 1/47 SIRI จะมีกำไรจากการขายโรงแรมโซฟิเทลอีก 200-300 ล้านบาท ทั้งนี้บริษัทกำลังอยู่ระหว่างการขายโรงแรมโซฟิเทลให้กับ Property Fund ในราคาประมาณ 2.3 พันล้านบาท โดยคาดว่าจะเสร็จสิ้นในไตรมาส 4/46 หรือไตรมาส 1/47 และจะบันทึกกำไรจากการขายประมาณ 200-300 ล้านบาท และ SIRI มีแผนจะถือหุ้นใน Property Fund นี้ 30% ซึ่งจะรับรายได้กลับเข้ามาเป็นเงินปันผล โดยมีอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ 4.5-5% ต่อปี (ทางแอดคอร์ดรับประกันผลตอบแทนขั้นต่ำ 120 ล้านบาทต่อปี ในขณะที่ Property Fund มีขนาดกองทุนประมาณ 2.4 พันล้านบาท)

• เริ่มจ่ายเงินปันผลตั้งแต่ผลประกอบการปี 46 เป็นต้นไป เราประมาณการว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผล 0.21 บาทต่อหุ้นสำหรับผลประกอบการปี 46 (ผู้ถือหุ้นที่ซื้อหุ้นเพิ่มทุนใหม่ได้รับเงินปันผลด้วย เนื่องจากมีการเรียกชำระหุ้นเพิ่มทุนก่อนกำหนด XD) และเพิ่มเป็น 0.67 บาทต่อหุ้นสำหรับผลประกอบการปี 47 หรือคิดเป็น Dividend Yield ของปี 46-47 เท่ากับ 1.6% และ 5.0% ตามลำดับ

• แนะนำให้ซื้อ ณ ราคาปิด 13.40 บาท ซื้อขายที่ Norm PE ปี 47 - Fully Diluted เท่ากับ 11.7 เท่า, PBV 2.3 เท่า และ P/CF 9.4 เท่า นับว่ายังต่ำเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิปกติที่เติบโตก้าวกระโดด 145% แม้ว่าจะรวม Dilution จากการเพิ่มทุนเข้าไปแล้ว โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่หลัง XR เท่ากับ 15 บาท หรือคิดเป็นราคาหุ้นก่อน XR เท่ากับ 21.5 บาท ซึ่งยังมี Upside จากราคาปัจจุบัน 60%

Arparporn Sawaengpak • 66(0)2657 7829 • arparporn@th.dbsvickers.com

ข้อมูล บทวิเคราะห์ และความเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอาศัยแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ลูกค้า และมิได้มีเจตนาชี้แนะ หรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้ บทวิเคราะห์ และความเห็นในเอกสารฉบับนี้ อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป อนึ่ง การนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ไม่ว่าเพื่อประโยชน์ใด ๆ เป็นดุลยพินิจของลูกค้านักลงทุนด้วย บริษัท ไม่สามารถรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้เอกสารฉบับนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์