



สารสนเทศ

SIRI

ชื่อ

9.00 บาท

ตัวเลขหลักจากงบดุล	2545	4Q46	+-%
เงินสด	1,262.76	550.73	-56.39%
สินทรัพย์หมุนเวียน	5,016.73	11,022.00	119.70%
สินทรัพย์รวม	8,176.84	14,233.37	74.07%
หนี้สินหมุนเวียน	1,909.15	5,755.17	201.45%
หนี้สินระยะยาว	2,229.48	3,616.26	62.20%
หนี้สินรวม	4,888.53	10,228.79	109.24%
ทุนเรียกชำระแล้ว	8,670.32	7,556.73	-12.84%
กำไร (ขาดทุน) สะสม	-2,286.50	521.98	-122.83%
ส่วนผู้ถือหุ้น	3,288.31	4,004.59	21.78%
ราคาตามบัญชี	3.24	4.53	
อัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียน	2.63	1.92	
หนี้สินต่อทุน (เท่า)	1.49	2.55	
หนี้สินต่อทุนสุทธิ	1.10	2.42	
หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	59.79%	71.86%	

งบกำไรขาดทุน	4Q45	3Q46	4Q46	QoQ	YoY
รายได้จากการขาย-อสังหา	400.79	1,068.46	1,087.64	1.80%	171.37%
รายได้จากการบริหารธุรกิจ	56.64	58.33	64.34	10.30%	13.59%
รายได้ค่าเช่า	31.82	33.22	27.80	-16.32%	-12.63%
รายได้จากโรงแรม-ค่าห้องพัก	58.86	57.76	79.06	36.88%	34.32%
รายได้จากโรงแรม-ค่าอาหาร	27.16	29.54	35.91	21.56%	32.22%
รายได้สิทธิการเช่า	7.98	7.98	7.98	0.00%	0.00%
ต้นทุนขาย-อสังหา	305.91	702.47	694.94	-1.07%	127.17%
ต้นทุนการบริหารธุรกิจ	46.17	56.61	55.86	-1.32%	20.99%
ต้นทุนค่าเช่า	16.35	15.82	20.72	30.97%	26.73%
ต้นทุนขายโรงแรม-ค่าห้องพัก	35.76	31.81	34.45	8.30%	-3.66%
ต้นทุนขายโรงแรม-ค่าอาหาร	27.21	28.31	33.84	19.53%	24.37%
ต้นทุนสิทธิการเช่า	5.11	5.11	5.11	0.00%	0.00%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	48.01	196.14	245.83	25.33%	412.04%
ดอกเบี้ยจ่าย	24.77	23.30	6.40	-72.53%	-74.16%
กำไรจากการดำเนินงาน	50.28	180.81	182.51	0.94%	262.99%
กำไร (ขาดทุน) จากรายการพิเศษ	-0.95	153.96	1.20	-99.22%	226.32%
กำไรสุทธิ	52.20	244.02	104.86	-57.03%	100.88%
กำไรต่อหุ้น	0.06	0.28	0.12	-57.14%	100.00%
กำไรก่อนรายการพิเศษ	53.15	90.06	103.66	15.10%	95.03%
กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น	0.06	0.10	0.12	20.00%	100.00%

อัตราส่วนทางการเงิน	4Q45	3Q46	4Q46
กำไรขั้นต้น-อสังหา	23.67%	34.25%	36.11%
กำไรขั้นต้น-บริหารธุรกิจ	18.49%	2.95%	13.18%
กำไรขั้นต้น-ค่าเช่า	48.62%	52.38%	25.47%
กำไรขั้นต้นโรงแรม-ค่าห้องพัก	39.25%	44.93%	56.43%
กำไรขั้นต้นโรงแรม-ค่าอาหาร	-0.18%	4.16%	5.76%
กำไรขั้นต้นโรงแรม-สิทธิการเช่า	35.96%	35.96%	35.96%
กำไรขั้นต้น-รวม	25.16%	33.07%	35.14%
อัตรากำไรก่อนรายการพิเศษ%	9.11%	7.17%	7.96%
อัตรากำไรสุทธิ%	8.95%	19.44%	8.05%

ดัชนี ตูเลียพิคิษฐ์ช้อย ต่อ 481

ผลประกอบการใน 4Q46 ต่ำกว่าคาดหมาย แต่ Backlog ที่มาก และยอดจองจากบ้านเดี่ยวยังทำให้ Growth สูง

- การเลื่อนเวลาการเปิดโครงการบ้านเดี่ยวเป็นปัจจัยสำคัญให้ผลประกอบการ 4Q46 ต่ำกว่าคาด
- ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุน
- ยอดจองล่าสุดมี Backlog 7,389 ล้านบาท ซึ่งจะรับรู้รายได้ในปีนี้ 5,400 ล้านบาท ที่เหลือขึ้นกับการขายโครงการบ้านเดี่ยวที่จะเริ่มการขายในปลาย 1Q47
- ยังมองการขายตัวของกำไรมากกว่า Dilution Effect
- คงคำแนะนำ "ซื้อ"

ผลประกอบการ 4Q46 ต่ำกว่าคาด

SIRI ประกาศกำไรสุทธิใน 4Q46 ที่ 104 ล้านบาท ลดลง 57% จาก 3Q46 แต่เพิ่มขึ้น 100% จาก 4Q45 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากกำไรจากขายอาคารเช่าจำนวน 153 ล้านบาทที่รับรู้ใน 3Q46 เมื่อหักรายการพิเศษออกไป SIRI มีกำไรก่อนรายการพิเศษเพิ่มขึ้น 15% QoQ และ 95% YoY ทั้งนี้การรับรู้รายได้จากธุรกิจอสังหาเพิ่มขึ้นมาจาก 4Q45 แต่ไม่เพิ่มขึ้นมาจาก 3Q46 ซึ่งเป็นผลมาจากการเลื่อนเปิดการขายโครงการบ้านเดี่ยว (สุขุมวิท 67, พัฒนาการ และสนามบินน้ำ) จากการก่อสร้างที่ไม่เสร็จตามกำหนด อย่างไรก็ตามทิศทางของ Gross Margin-อสังหาดีขึ้นตามลำดับจาก 23% และ 34% ใน 4Q45 และ 3Q46 เป็น 36% ส่วนการดำเนินงานจากธุรกิจบริหารโครงการ และธุรกิจโรงแรมยังมี Growth ที่ดี ในขณะที่รายได้จากธุรกิจเช่าลดลงจากการขายโครงการเช่าออกไปใน 3Q46 แต่ด้วยการเพิ่มขึ้นอย่างมากของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ทำให้กำไรจากการดำเนินงานแทบไม่ขยายตัวจาก 3Q46 แต่ด้วยฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้นมาจาก 4Q45 ทำให้กำไรจากการดำเนินงานโตเด่นมากในแง่ YoY 4Q45

การเลื่อนการเปิดขายใน 2 โครงการข้างต้น ทำให้การรับรู้รายได้และกำไรใน 4Q46 ต่ำกว่าคาดหมาย ในปัจจุบันการก่อสร้างได้เขาที่แล้ว ผู้บริหารคาดการณ์การเปิดขายอย่างเป็นทางการในเดือนนี้ ทำให้ยอดจองและยอดรับรู้รายได้จะเริ่มเข้ามาอีกครั้งในเวลาเดียวกันยอดจองในโครงการคอนโดฯมีการขายที่ดีมากหลายโครงการที่ยังขายในปัจจุบันมีการขายที่ใกล้ 80-90% ทำให้ยอดขาย ณ ก.พ. 47 ที่ยังไม่ได้รับรู้รายได้สูงถึง 7,389 ล้านบาท

การเพิ่มทุนล่าสุดมีการจองหุ้นครบถ้วน

จากการเพิ่มทุนล่าสุดในปลายปีก่อนในอัตราส่วน 3 ทุนเดิมต่อ 1 ทุนใหม่ราคา 5 บาท (ราคาพาร์ใหม่) มีการจองหุ้นอย่างครบถ้วน (Fully Subscribed) ดังนั้นการระดมทุนครั้งนี้ได้เม็ดเงินใหม่จำนวน 2,945 ล้านบาท จำนวนหุ้นทั้งหมดหลังเพิ่มทุนมีจำนวน 1,473 ล้านหุ้น

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลให้กับนักลงทุน โดยมีได้มีเจตนาเป็นการนำเสนอหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งผู้จัดทำได้แสดงความเห็นตามข้อมูลที่มีอยู่โดยไม่มีการรับประกันความสมบูรณ์และถูกต้องของข้อมูลซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัทจะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ อันเกิดจากการใช้บทวิเคราะห์นี้ ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม ดังนั้นการตัดสินใจในการลงทุนจึงขึ้นอยู่กับวิจารณญาณของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ

ความคืบหน้าในการขายล่าสุด SIRI มียอดขายรอรับรู้อยู่ถึง 7,389 ล้านบาท ซึ่งจะสามารถ Secure ยอดรับรู้อย่างเต็มที่ได้อีก 5,339 ล้านบาท

แม้การเปิดโครงการบ้านเดี่ยวที่มีการเลื่อนการเปิดการขายออกไป แต่การขายในโครงการคอนโดฯ ที่ทยอยเปิดขายในช่วงที่ผ่านมา มียอดจองที่ดี ทำให้ SIRI มียอดขายที่ยังไม่ได้รับรู้อย่างเต็มที่ถึง 7,389 ล้านบาท ซึ่งจำนวนกว่า 5,400 ล้านบาทจะรับรู้รายได้ในปีนี้

โครงการ	มูลค่าขาย			ยอดขายที่ยังไม่ได้รับรู้อย่างเต็มที่ ณ ก.พ.47 (หักยอดรับรู้ 2546)
	เปิดขาย	(ล.บ.)	%ขาย	
ที่ดินเปล่า				
นาราสิริ-วัชรพล 2-3	2545	444.00	100.00%	0.00
นาราสิริ-ปิ่นเกล้า	2545	330.00	100.00%	0.00
นาราสิริ-วงแหวน	พ.ค.46	2,352.00	45.00%	396.14
นาราสิริ-พัฒนาการ	มี.ค.47	3,688.00	8.00%	223.40
นาราสิริ-สุขุมวิท 67	มี.ค.47	3,304.00	7.00%	231.28
นาราสิริ-สนามบิน	มี.ค.47	2,797.00	2.00%	55.94
เศรษฐสิริ-ปัญญา-รามอินทรา	มี.ค.47	1,052.00	3.00%	31.56
สรณสิริ-รังสิต-คลอง2	มี.ค.47	1,279.00	4.00%	51.16
คอนโด-บ้านราชดำริ	ม.ค.46	947.00	100.00%	711.51
คอนโด-บ้านแสนเพลินหัวหิน	พ.ค.46	729.00	100.00%	729.00
คอนโด-บ้านสิริฤๅติ-ซอยร่วมฤๅติ	พ.ค.46	485.00	100.00%	325.00
คอนโด-บ้านนันทสิริ-สาทร	ส.ค.46	1,052.00	82.00%	862.64
คอนโด-บ้านสิริสุขุมวิท 10	พ.ย.46	609.00	80.00%	487.20
คอนโด-บ้านสิริสุขุมวิท 24	พ.ย.46	1,084.00	98.00%	1,062.32
คอนโด-บ้านสิริสลิสม	พ.ย.46	798.00	66.00%	526.68
คอนโดสิริสาทร-เย็นอากาศ*	ต.ค.45	529.00	100.00%	20.98
คอนโดสิริสาทร-สวนพหลุ*	ม.ค.46	342.00	84.00%	76.10
คอนโดสิริสาทร-สุขุมวิท13*	ม.ค.46	314.00	98.00%	111.49
คอนโดสิริเย็นอากาศ*	ก.ย.46	353.00	88.00%	310.64
PLUS-คอนโด-สุขุมวิท38**	มี.ค.46	256.00	100.00%	188.50
CITY PLUS-ทาวนเฮ้าส์-สุขุมวิท50*	มี.ค.46	140.00	100.00%	6.00
PLUS-คอนโด-สุขุมวิท67**	พ.ค.46	274.00	89.00%	219.86
CITY PLUS-ทาวนเฮ้าส์-เอกมัย10**	มี.ย.46	107.00	10.00%	10.70
PLUS-สุขุมวิท-พระราม4**	มี.ย.46	855.00	47.00%	401.85
PLUS-สุขุมวิท49**	ส.ค.46	272.00	100.00%	272.00
PLUS-Garden Court-สุขสวัสดิ์**	ส.ค.46	435.00	71.00%	77.25
คอนโด-ภูเก็ต	-	3,276.00	0.00%	0.00
รวม		28,103.00		7,389.20

*โครงการบริหารโดย:SANSIRI VENTURE โดยที่ SIRI ถือหุ้น 51%

**โครงการบริหารโดย:PLUS PROPERTY PARTNER โดยที่ SIRI ถือหุ้น 95% ตั้งแต่ 17 ธ.ค.46

คาดหมายโครงการบ้านเดี่ยวที่กลับมาเปิดขายจะหนุนกำไรต่อหุ้นให้เติบโต

หลังการเปิดโครงการบ้านเดี่ยวที่เลื่อนมาขายอย่างเป็นทางการในปลาย 1Q47 เรามีความคาดหมายยอดขาย และ Momentum การรับรู้รายได้จากบ้านเดี่ยวกลับมา แต่ราคาบ้านที่ SIRI ขายส่วนใหญ่เป็นบ้านแฟง ซึ่งได้ผลกระทบจากมาตรการ ธ.ป.ท. ที่จำกัดสัดส่วนการวางตาวนชื้อบ้านแฟงสูงกว่า 10 ล้านบาทอย่างน้อย 30% อาจส่งผลให้การขาย และยอดรับรู้รายได้ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ เราจึงปรับลดประมาณการยอดรับรู้รายได้ 24% จาก 12,422 ล้านบาทเป็น 9,434 ล้านบาท ทั้งนี้กว่า 57% จะมาจาก Backlog จากปีก่อน ถึงกระนั้นประมาณการใหม่ก็ปรับลดลง ก็ยังมี Growth จากปีก่อนถึง 229% นอกจากนี้ฐานรายได้จากธุรกิจโรงแรม ก็มีแนวโน้มสูงขึ้นเนื่องจากปีก่อนได้ผลกระทบจากโรค SARS ส่วนรายได้จากการบริหารโครงการก็น่าจะเพิ่มขึ้นตามโครงการที่รับบริหารในปีที่ 80 โครงการจาก 63 โครงการ ทำให้รายได้รวมเพิ่มขึ้น 186% ส่วน Gross Margin-ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะทรงตัวใน ระดับ 33-35% เนื่องจากมีการทำสัญญา กับผู้รับเหมาไว้ระดับหนึ่ง ในขณะที่ Gross Margin จากโรงแรม และธุรกิจบริหารโครงการมีแนวโน้มดีขึ้น ทำให้ภาพรวมของกำไรในปีนี้จะขยายตัวจากฐานรายได้ที่เพิ่มพูนขึ้นมาก จากปีก่อน โดยเราคาดหมายกำไรสุทธิที่ 1,665 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 530% แต่กำไรต่อหุ้นจะเพิ่มขึ้นเพียง 37% จากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนล่าสุด อย่างไรก็ตาม Growth ที่เกิดขึ้นมากพอจะหักล้าง Dilution Effect

โครงการ	มูลค่าขาย			ยอดขายที่ยังไม่ได้รับรู้อยู่ ๓๑ ก.พ.๔๗ (หักยอดรับรู้ 2546)	รับรู้รายได้ 1Q46	รับรู้รายได้ 2Q46	รับรู้รายได้ 3Q46	รับรู้รายได้ 4Q46	รับรู้รายได้ 2546E	รับรู้รายได้ 2547E
	เปิดขาย	(ล.บ.)	%ขาย							
ที่ดินเปล่า					4.12			53.36		57.48
นาราสิริ-วัชรพล 2-3	2545	444.00	100.00%	0.00	86.00				86.00	
นาราสิริ-บิณเกล้า	2545	330.00	100.00%	0.00	153.00	60.00			213.00	
นาราสิริ-วงแหวน	พ.ค.46	2,352.00	45.00%	396.14	0.00	80.26	169.00	413.00	662.26	1,442.55
นาราสิริ-พัฒนาการ	มี.ค.47	3,688.00	8.00%	223.40	0.00	0.00	0.00	71.64	71.64	996.21
นาราสิริ-สุขุมวิท 67	มี.ค.47	3,304.00	7.00%	231.28	0.00	0.00	0.00		0.00	782.98
นาราสิริ-สนามบิณ	มี.ค.47	2,797.00	2.00%	55.94	0.00	0.00	0.00		0.00	376.52
เศรษฐสิริ-ปัญญา-รามอินทรา	มี.ค.47	1,052.00	3.00%	31.56	0.00	0.00	0.00		0.00	250.36
สราญสิริ-รังสิต-คลอง2	มี.ค.47	1,279.00	4.00%	51.16	0.00	0.00	0.00		0.00	246.47
คอนโด-บ้านราชดำริ	ม.ค.46	947.00	100.00%	711.51	0.00	95.49	83.00	57.00	235.49	711.51
คอนโด-บ้านแสนพหลินหัวหิน	พ.ค.46	729.00	100.00%	729.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	583.20
คอนโด-บ้านสิริฤดี-ซอยร่วมฤดี	พ.ค.46	485.00	100.00%	325.00	0.00	0.00	88.00	72.00	160.00	325.00
คอนโด-บ้านนนทสิริ-สาทร	ส.ค.46	1,052.00	82.00%	862.64	0.00	0.00	0.00		0.00	639.51
คอนโด-บ้านสิริสุขุมวิท 10	พ.ย.46	609.00	80.00%	487.20	0.00	0.00	0.00		0.00	213.15
คอนโด-บ้านสิริสุขุมวิท 24	พ.ย.46	1,084.00	98.00%	1,062.32					0.00	216.80
คอนโด-บ้านสิริสีลม	พ.ย.46	798.00	66.00%	526.68					0.00	147.00
คอนโดสิริสาทร-เย็นอากาศ*	ต.ค.45	529.00	100.00%	20.98	4.02	130.00	340.00	34.00	508.02	20.98
คอนโดสิริสาทร-สวนพหลุ*	ม.ค.46	342.00	84.00%	76.10	0.00	35.18	66.00	110.00	211.18	130.82
คอนโดสิริสาทร-สุขุมวิท13*	ม.ค.46	314.00	98.00%	111.49	0.00	19.23	96.00	81.00	196.23	117.77
คอนโดสิริเย็นอากาศ*	ก.ย.46	353.00	88.00%	310.64	0.00	0.00	0.00		0.00	353.00
PLUS-คอนโด-สุขุมวิท38**	มี.ค.46	256.00	100.00%	188.50	0.00	0.00	0.50	67.00	67.50	188.50
CITY PLUS-ทาวนเฮ้าส์-สุขุมวิท50*	มี.ค.46	140.00	100.00%	6.00	0.00	35.00	79.00	20.00	134.00	6.00
PLUS-คอนโด-สุขุมวิท67**	พ.ค.46	274.00	89.00%	219.86	0.00	0.00	9.00	15.00	24.00	250.00
CITY PLUS-ทาวนเฮ้าส์-เอกมัย10**	มิ.ย.46	107.00	10.00%	10.70	0.00	0.00	0.00		0.00	106.00
PLUS-สุขุมวิท-พระราม4**	มิ.ย.46	855.00	47.00%	401.85	0.00	0.00	0.00		0.00	855.00
PLUS-สุขุมวิท49**	ส.ค.46	272.00	100.00%	272.00	0.00	0.00	0.00		0.00	272.00
PLUS-Garden Court-สุขสวัสดิ์**	ส.ค.46	435.00	71.00%	77.25	0.00	0.00	84.60	147.00	231.60	203.39
คอนโด-ภูเก็ต	-	3,276.00	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00
รวม		28,103.00		7,389.20	247.14	455.16	1,068.46	1,087.64	2,858.40	9,434.73

*โครงการบริษัทย่อย:SANSIRI VENTURE โดยที่ SIRI ถือหุ้น 51%

**โครงการบริษัทย่อย:PLUS PROPERTY PARTNER โดยที่ SIRI ถือหุ้น 95% ตั้งแต่วันที่ 17 ธ.ค.46

	2545	2546	2547E
ยอดขายที่ยังไม่รับรู้จากปีก่อน	321	802	6,414
ยอดขายของปี	1,349	8,471	9,000
หัก ยอดรับรู้รายได้ของปี	868	2,858	9,435
ยอดขายรอรับรู้ปีถัดไป	802	6,414	5,979

	2545	2546	2547E	45/46%	46/47%
ยอดรับรู้รายได้	868	2,862	9,434	229.64%	229.63%
รายได้รวม	1,277	3,604	10,330	182.26%	186.63%
กำไรจากการดำเนินงาน	21.81	469	2421	2050.39%	416.20%
กำไรก่อนรายการพิเศษ	26	264	1,665	914.21%	530.84%
กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น	0.05	0.37	1.13	640.00%	205.41%
กำไรสุทธิ	49	580	1,665	1078.28%	186.94%
กำไรต่อหุ้น	0.10	0.82	1.13	720.00%	37.80%

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราคาดว่า การเลื่อนการเปิดโครงการบ้านเดี่ยว ซึ่งทำให้ผลประกอบการในไตรมาสที่ 4-2546 ไม่ขยายตัวอย่างที่คาด แต่ Backlog ที่มากพอจะ Secure รายได้ในปีนี้กว่า 57% ของประมาณการ ทำให้ยอดจองในส่วนของโครงการบ้านเดี่ยวที่เปิดขายอีกครั้งจะเป็นปัจจัยสำคัญต่อประมาณการของเรา

อย่างไรก็ดี เราปรับลดประมาณการเพื่อสะท้อนความล่าช้าในการเปิดโครงการ และผลกระทบต่อมาตรการทำให้ประมาณการของเราอยู่ในระดับที่อนุรักษ์นิยมระดับหนึ่ง แม้กระทั่งประมาณการที่ปรับลด กำไรต่อหุ้นยังมี Growth สูงถึง 37% ในขณะที่ P/E-2547 ของ SIRI ค่อนข้างต่ำเพียง 7.96 เท่า ในขณะที่ P/E-2547 เฉลี่ยของหุ้นอสังหาฯ ที่เราศึกษาอยู่ที่ 8.22 เท่า เรามองหุ้น SIRI ถูกในเชิงเปรียบเทียบ (Relative Valuation) เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 13.50 บาท บนระดับ P/E-2547 12 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่เรา ให้หุ้นอสังหาฯที่มี Growth ดีในปีนี้

Stock	EPS-GROWTH PER 47	
	46/47	
SDH DEVELOPERS		
LH (Prebuilt/SDH)	6.74	11.79
QH (Prebuilt/SDH/Office/Apt)	-1.05	7.66
LALIN (Semi-Prebuilt)	11.49	10.31
PF (Prebuilt)	22.61	9.15
SIRI (Condo/Hotel/SDH)	37.80	7.96
SPALI (SDH)	-18.75	8.62
NOBLE (SDH/Condo)	3.26	6.74
MK (SDH)	-12.50	7.30
GOLD (SDH/Apt/Office)	65.28	9.41
TH DEVELOPERS		
AP (TH/Condo)	0.00	9.55
Condo DEVELOPERS		
LPN (Pure Condo)	11.94	10.11
Average	14.93	8.22