

SANSIRI PCL. (SIRI) PROPERTY & CONSTRUCTION

Recommendation

Hold

Target' 48: Bt 3.56

COMPANY VISIT NOTES & EARNINGS REVIEW

รายได้รวมมีอัตราการเติบโตสูงทั้งในแง่ QoQ และ YoY

SIRI ประกาศรายได้รวมใน 3Q47 ที่ 2,257 ล้านบาท (+73.46%QoQ และ +58.88%YoY) โดยเป็นการเพิ่มขึ้นในเกือบทุกกลุ่มธุรกิจ โดยรายได้จากการธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นกลุ่มที่มีอัตราการเพิ่มขึ้นสูงสุดถึง 87.39%QoQ และ 89.77%YoY เป็น 2,028 ล้านบาท ภายหลังจากรับรู้รายได้จากโครงการคอนโดมิเนียมที่เริ่มโอนได้ภายหลังการก่อสร้างเสร็จสิ้น นอกจากนี้ยอดขาย (Pre-sale) ที่เพิ่มขึ้นในโครงการบ้านเดี่ยวที่สามารถรับรู้รายได้ได้ทันทีก็ปรับเพิ่มขึ้นด้วย ขณะที่รายได้ของกลุ่มธุรกิจโรงแรมก็เพิ่มเป็น 136 ล้านบาท (+15.02%QoQ และ +55.59%YoY) จากผลของฤดูกาลและใน 3Q47 ไม่มีผลกระทบจากโรคซาร์สเหมือนใน 3Q46 โดยธุรกิจให้บริการธุรกิจเป็นกลุ่มธุรกิจเดียวที่มีรายได้ลดลงโดยมีรายได้ใน 3Q47 ที่ 50 ล้านบาท (-6.12%QoQ และ -13.96%YoY)

ต้นทุนขายของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ลดลงจากการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ใน 3Q47 ยังเป็นแหล่งที่มาของรายได้ที่ใหญ่ที่สุดของ SIRI โดยมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 90.15% จากรายได้รวมจาก 84.07% และ 85.12% ใน 2Q47 และ 3Q46 ตามลำดับ ดังนั้นความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจนี้จึงมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานโดยรวมของ SIRI มาก โดย GPM ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ใน 3Q47 ปรับตัวลดลงเล็กน้อยจาก 30.46% ใน 2Q47 เป็น 29.60% แต่ลดลงมากหากเทียบกับ GPM ใน 3Q46 ที่ 34.25% ทั้งนี้เกิดจากการแข่งขันในธุรกิจที่อยู่อาศัยระดับบนซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ SIRI ที่เพิ่มขึ้น โดย SIRI เลือกใช้การเพิ่มสเปกก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งให้มีคุณภาพสูงขึ้นแทนการลดราคาซึ่งนอกจากจะเป็นการสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งแล้ว ยังเป็นการสร้างภาพพจน์ต่อสินค้าของ SIRI ให้ดียิ่งขึ้นอีกด้วย

แต่ค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่เพิ่มขึ้นมากเป็นต้นทุนกำไรสุทธิใน 3Q47

นอกเหนือจากการเพิ่มสเปกบ้านให้แก่ลูกค้าแล้ว SIRI ยังมีการเพิ่มงบประมาณส่งเสริมการขายใน 3Q47 ผ่านการทำ Sale promotion และการจัด Event ต่าง ๆ อย่างต่อเนื่อง ยกตัวอย่างเช่น อยู่ฟรี 1-2 ปี, แคมเปญซื้อไฟฟ้ามูลค่า 4-6 แสนบาทหรือฟรีบัญชีเงินฝากมูลค่า 1-3 ล้านบาท เป็นต้น ซึ่งส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวมใน 3Q47 ยังคงอยู่ในระดับสูงถึง 18.46% จาก 20.75% ใน 2Q47 และ 16.88% ใน 3Q46 การที่ SIRI ยังคงต้องใช้งบส่งเสริมการขายจำนวนมากเพื่อสร้างยอดขายให้เพิ่มขึ้นถือว่า SIRI ไม่ได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economies of scale) มากเท่าที่ควรจะได้ ด้วยเหตุนี้จึงทำให้กำไรสุทธิใน 3Q47 แม้ว่าจะเพิ่มขึ้น 71.44%QoQ และเพิ่มขึ้น 108.89%YoY หากไม่รวมกำไรจากการขายโครงการเพื่อเช่าใน 3Q46 เป็น 188 ล้านบาท แต่ NPM ใน 3Q47 ยังคงอยู่ในระดับ 8.38% ใกล้เคียงกับใน 2Q47 ที่ 8.54% ซึ่งถือว่าไม่สูงหากเทียบกับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อื่น ๆ ที่มี NPM อยู่ในระดับ 15-20% อย่างไรก็ตาม GPM ในระดับนี้ของ SIRI ไม่ได้เป็นสิ่งที่อยู่เหนือความคาดหมาย

Stock Data	
ชื่อย่อหลักทรัพย์	SIRI
กลุ่มอุตสาหกรรม	Property & Construction
หมวดอุตสาหกรรม	Property Development
มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ	5.00 บาท
ทุนจดทะเบียน	1,551 ล้านบาท
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ

Major Shareholders (2/04/04)	
1. บริษัท แนนเซอร์ล พาร์ค จำกัด (มหาชน)	24.62%
2. บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6.23%
3. UNIGOLD ENTERPRISES LIMITED	5.66%
4. HSBC (SINGAPORE) NOMINEES PTE LTD	4.85%
5. CAPITAL SIGN INVESTMENT LIMITED	4.53%

Financial Highlight				
(หน่วย:ล้านบาท)	2545	2546	2547F	2548F
รายได้รวม	1,292	3,580	7,979	8,739
ต้นทุนรวม	962	2,369	5,528	6,079
กำไรสุทธิ	49	580	730	789
EPS (บาท/หุ้น)	0.06	0.64	0.47	0.51
BVPS (บาท/หุ้น)	3.79	4.44	5.07	5.38

ที่มา: ประมาณการโดย Far East

Analyst: สรพงษ์ จักรรังกูร

Tel: 0-2648-1126//Email: sorapong.j@fes.co.th

บริษัทหลักทรัพย์ ฟาร์อีสท์ จำกัด
87/2 อาคารซีอาร์ซีทาวเวอร์ ชั้น 18
อลซีซีเพลส ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
Tel. 0-2648-1111 Fax. 0-2648-1000

Nov 17, 2004 1

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนใน 3Q47 ดีขึ้นเล็กน้อยจากการรับรู้รายได้ที่มากขึ้นแต่คาดว่าจะมีโอกาสดำเนินการเพิ่มขึ้นสูงสุดใน 1Q48

ภายหลังการรับรู้รายได้จากโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อขายที่มากขึ้นใน 3Q47 ทำให้ D/E ratio ปรับตัวลดลงเป็น 1.73 เท่าจาก 1.81 เท่าใน 2Q47 โดยเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้ใน 4Q47 มีโอกาสปรับลดลงได้อีกจากการรับรู้รายได้ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นมาก อย่างไรก็ตาม SIRI ยังคงเหลือโครงการคอนโดมิเนียมอีก 7 โครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างมูลค่ารวมกันกว่า 5,670 ล้านบาทที่มี 6 โครงการที่การก่อสร้าง ณ สิ้นเดือนต.ค.47 ต่ำกว่า 35% ขณะที่ยังคงต้องใช้เงินในการพัฒนาโครงการบ้านเดี่ยวทั้ง 6 โครงการที่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์อีกจำนวนหนึ่ง รวมทั้ง SIRI ยังเตรียมเปิดโครงการทาวน์เฮาส์สไตล์อังกฤษซึ่งคาดว่าจะกลุ่มลูกค้าจะเป็นกลุ่มเดียวกับ AP อีก 5 โครงการ มูลค่ารวม 2,712 ล้านบาทอีกในช่วง 4Q47-1Q48 เราจึงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนใน 1Q48 มีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าใน 3Q47 นี้เนื่องจากเป็นไตรมาสที่การรับรู้รายได้จะทำได้น้อย ขณะที่ SIRI ยังคงมีค่าใช้จ่ายในการพัฒนาโครงการเดิมและโครงการใหม่ๆ ดังกล่าว

ปรับลดประมาณการรายได้และกำไรสุทธิลง ตามคาดการณ์การเติบโตที่ลดลง แนะนำ "ถือ"

เราคาดว่าผลประกอบการใน 4Q47 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามการเติบโตในทุกกลุ่มธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ ณ 16 พ.ย.47 SIRI มี Backlog ที่รอรับรู้ใน 4Q47 สูงถึง 2,800 ล้านบาทโดยเป็นส่วนผสมจากบ้านเดี่ยวและคอนโดมิเนียมทั้งที่เกิดจาก Backlog เดิมและยอดขายใหม่ หลังจากประสบความสำเร็จอย่างสูงในการจัดมาเก็ตติ้งแคมเปญ "Sansiri Home Showcase" ในช่วงกลางเดือนพ.ย.47 ที่ผ่านมาโดยสามารถทำยอดขายได้ถึง 700 ล้านบาทจากงานนี้ นอกจากนี้คาดว่าจะการเปิดตัวโครงการในรูปแบบทาวน์เฮาส์ในตราสินค้า พลัส ซิตี้พาร์ค ซึ่งเป็นโครงการทาวน์เฮาส์ซึ่งมีรูปแบบโครงการใกล้เคียงกับ AP จะสามารถเพิ่มยอดขายให้แก่ SIRI ได้เป็นอย่างดี

อย่างไรก็ตามเราได้ปรับลดประมาณการการรับรู้รายได้และกำไรสุทธิในปี '47 ลงเป็น 7,979 ล้านบาทและ 730 ล้านบาทจากเดิม 8,525 ล้านบาทและ 783 ล้านบาทตามลำดับเนื่องจากยอดขายที่ต่ำกว่าที่เราเคยคาดไว้ ขณะที่ยังคงคาดว่า SG&A ต่อยอดขายใน 4Q47 จะคงอยู่ในระดับที่สูงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะรุนแรงมากใน 4Q47 สำหรับทิศทางการเติบโตในเชิงรายได้และกำไรในปี '48 เราประเมินว่ามีความเป็นไปได้ยากขึ้นทั้งจากฐานการเติบโตที่อยู่ในระดับสูงและสภาพการณ์อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ที่มีปัจจัยลบต่างๆ คอยรุมเร้าหลายปัจจัย ยกตัวอย่างเช่น ปัจจัยอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มสูงขึ้นและราคาน้ำมันดีเซลที่อาจพลอยลดต้นทุนในปี '48 ซึ่งจะส่งผลต่อต้นทุนขายและกำลังซื้อของผู้บริโภคได้ โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน ณ สิ้นปี '48 ได้ที่ 3.56 บาท อิงจาก Prospective P/E ปี '48 ที่ 7 เท่าซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่เราประเมินไว้ที่ 8 เท่าเนื่องจากทิศทางการเติบโตที่ต่ำกว่า ราคาปิดเมื่อวานนี้ที่ 2.94 บาทแม้ว่าจะต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมของเรา 21.09% แต่จากฐานการเติบโตที่สูงและผลกระทบจากปัจจัยลบในปีหน้าอาจกระทบกับกำลังซื้อในบ้านเดี่ยวราคาแพงของ SIRI มากกว่าที่เราคาดจึงถือเป็นความเสี่ยง ช่วงสั้นเราจึงแนะนำเพียง "ถือ"