

24 พฤษภาคม 2549

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

SIRI

บมจ. แสนสิริ

Current	Previous	ราคาปิด	พื้นฐาน	Expected Return	แนวรับ	แนวต้าน
BUY	Trading Buy	3.42 บ	4.00 บ	+ 17.0%	3.10 บ	3.6 - 3.7 บ

Consolidated earnings

(Bt mn)	2004	2005	2006E	2007E
Normalized profit	534	904	692	658
Net profit	499	904	692	658
EPS (Bt)	0.34	0.61	0.47	0.45
% growth y-y	-48.4	81.2	-23.4	-5.0
Dividend (Bt)	0.16	0.22	0.23	0.22
BV/share (Bt)	4.8	5.3	5.5	5.8
ROA (%)	2.6	4.9	3.9	3.5
ROE (%)	9.0	12.1	8.7	7.9
Net D/E (x)	1.7	1.2	1.1	1.1
EBITDA/shr (Bt)	0.6	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	5.2	3.6	4.4	4.4
PER (x)	9.6	6.0	7.3	7.7
PBV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Dividend yield (%)	4.9	6.0	6.7	6.4
YE no. of shares (mn)	1,474	1,474	1,474	1,474
Par (Bt)	5	5	5	5

Source: Company data, SYRUS estimates

Share data

Close (23/05/2006)	3.42
SET index	727.21
Foreign limit/actual (%)	39.00/19.6
Paid up shares (mn)	1,473.6
Free float (%)	55.24
Market cap (Bt mn)	5,423.0
Avg daily T/O (Bt mn) (1 Jan 06 to date)	29.52
hi, lo, avg (Bt) (1 Jan 06 to date)	4.90,2.68,3.60

Contact person:

Research: Satit Buachoo

Analyst Register No.: 014531

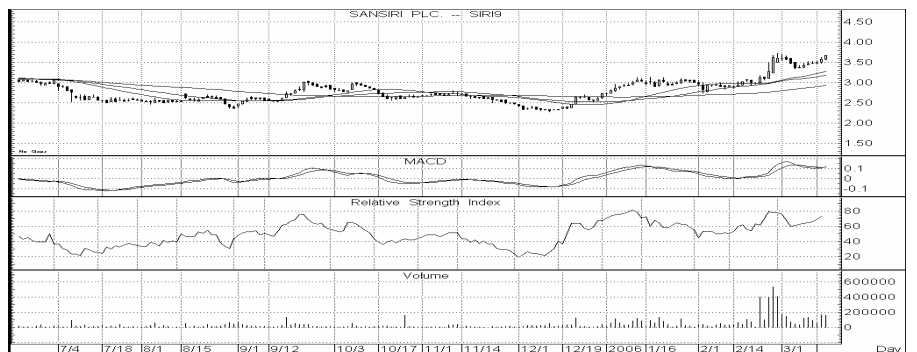
Tel: 0-2646-9963

email: satitb@syrus.co.th

[WWW.syrus.co.th](http://www.syrus.co.th)

ขยายฐานรายได้ในภาคด้วยคอนโดมิเนียม

- SIRI ปรับเพิ่มเป้าหมายยอดขาย (Booking) ปี 49 ขึ้นเป็น 1.4 หมื่นลบ. จากเดิม 1.16 หมื่นลบ. หรือปรับขึ้น 21% สวนทางกับผู้ประกอบการที่อยู่อาศัยรายอื่นๆ เนื่องจากตั้งแต่ต้นปีสามารถสร้างยอดขายแล้วกว่า 6.6 พันลบ. หรือ 57% ของเป้าเดิม ประกอบกับแผนเปิดโครงการเพิ่มอีก 4 แห่ง
- รุกตลาดคอนโดมิเนียมอย่างหนักอีกครั้ง โดยโครงการใหม่ที่เพิ่มจากแผนเดิมทั้ง 4 โครงการ ล้วนเป็นคอนโดมิเนียมทั้งหมด ทำให้ในปี 49 SIRI เปิดโครงการคอนโดมิเนียมรวมทั้งหมด 12 โครงการ จากโครงการใหม่ทั้งหมด 20 โครงการ
- Backlog ถือว่าแข็งแกร่งโดยปัจจุบันอยู่ที่ 1.14 หมื่นลบ. คิดเป็น 94% ของคาดการณ์รายได้ปี 49 และ 24% ของปี 50 และ 19% ของปี 51 จึงมีแนวโน้มสูงที่รายได้ปี 49 จะขึ้นไปตามที่เรคาด หรือสูงกว่า แต่เราคำนึงถึงความเสี่ยงของการก่อสร้าง และการยกเลิกจองของลูกค้าด้วยจึงไม่ปรับเป้าหมายขึ้น ซึ่งเราคาดว่ายอดขายรับรู้รายได้ปี 49 จะเท่ากับ 1.0 หมื่นลบ.เติบโต 2% จากปี 48
- เราคาดว่าอัตราการเติบโตของกำไรในปี 50 ค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก Backlog ในต้นปี 50 จะน้อยเมื่อเทียบกับปี 49 ทำให้ในปี 50 จะต้องพึ่งพาการขายบ้านเดี่ยวมากขึ้น ส่วนคอนโดมิเนียมที่ขายดีในต้นปี 49 นั้นจะยกไปรับรู้เป็นรายได้ในปี 51 เป็นส่วนใหญ่
- คงมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานปี 49 ที่ 4.0 บาท ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น "ซื้อ" ซึ่ง PE ของ SIRI จะอยู่ในระดับปานกลางของอุตสาหกรรม แต่ PBV ค่อนข้างต่ำ และยังให้อัตราเงินปันผลตอบแทนคาดหวังที่สูงถึง 6% ค่อนข้างแน่นอนในอีก 1-2 ปีข้างหน้า



Source: RFITFR

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ธุรกิจหลักของ SIRI คือพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ครบวงจร โดยมีอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายทั้งบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ คอนโดมิเนียม อพาร์ทเมนท์ และ โรงแรม เน้นกลุ่มลูกค้าทุกระดับ อีกทั้งยังประกอบธุรกิจหน้าหน้า และ รับจ้างบริหารโครงการให้เช่า และ เพื่อขาย ผ่านบริษัทลูกที่ถือ 100% คือ บ.พลัสหรือเพอร์ตีพาร์ทเนอร์

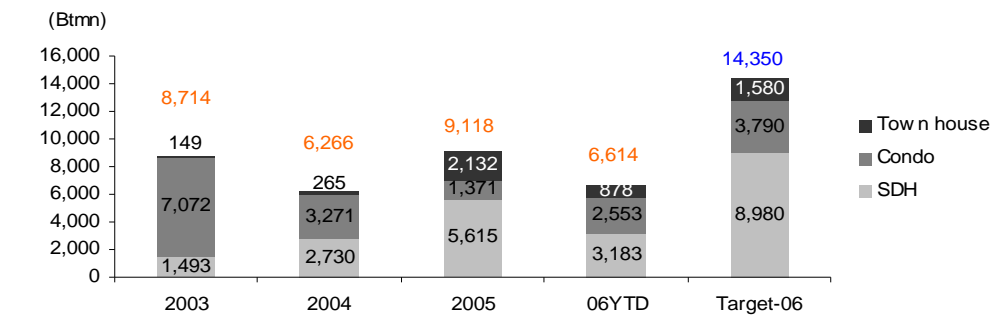
ปัจจัยความเสี่ยง

- 1) ความเสี่ยงต่อการปรับขึ้นราคาวัสดุก่อสร้าง
- 2) ความเสี่ยงต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรุนแรง

The Innovative
Premium Broker

ประเด็นการลงทุน

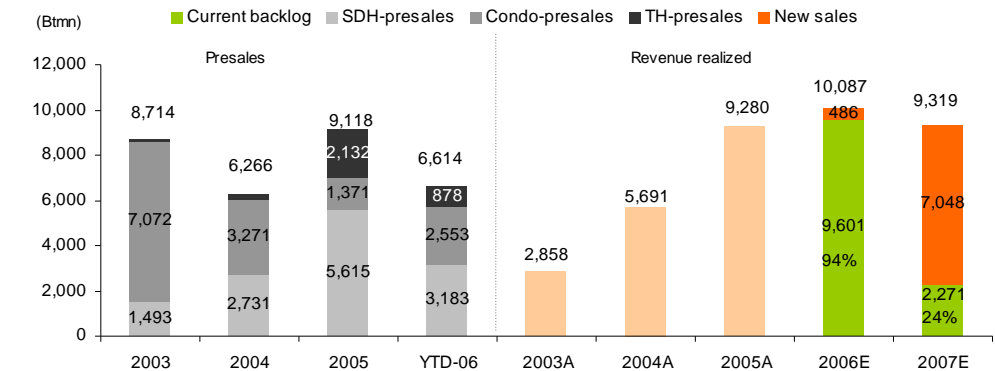
→ ปัจจุบันการขายที่อยู่อาศัยของ SIRI ปรับตัวดีขึ้นมาก โดยเฉพาะโครงการบ้านเดี่ยวระดับกลางบน และ คอนโดมีเนียมระดับกลาง ทำให้ออดขายนับแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน (22 พ.ค. 49) สูงถึง 6.6 พันลบ. ซึ่งสูงกว่ายอดขายในปี 47 ทั้งปี 6.2 พันลบ. และ คิดเป็น 72% ของยอดขายในปี 48 ทั้งปี ส่วนทางกับยอดขายของผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์รายอื่นๆ ทำให้บริษัทได้รับเป้ายอดขายจากเดิม 1.16 หมื่นลบ. ขึ้นเป็น 1.435 หมื่นลบ. โดยคาดหวังยอดขายในผลิตภัณฑ์บ้านเดี่ยวที่สูงขึ้นค่อนข้างมาก ซึ่งอาจเป็นไปได้ลำบากจากโครงการบ้านเดี่ยวที่มีในปัจจุบัน



Source: SIRI presentation, SYRUS estimates

→ รุกตลาดคอนโดมีเนียมอย่างหนักอีกครั้ง โดยมีแผนเปิดโครงการใหม่เพิ่มจากแผนเดิม 16 โครงการ เป็น 20 โครงการ ซึ่งโครงการใหม่ที่เพิ่มมาทั้ง 4 โครงการ ล้วนเป็นคอนโดมีเนียมทั้งหมด ทำให้ในปี 49 SIRI เปิดโครงการคอนโดมีเนียมรวมทั้งหมดถึง 12 โครงการ จากโครงการใหม่ทั้งหมด 20 โครงการ มากที่สุดในการประกอบการคอนโดมีเนียมด้วยกัน

→ Backlog ถือว่าแข็งแกร่งโดยปัจจุบันอยู่ที่ 1.14 หมื่นลบ. คิดเป็น 94% ของคาดการณ์รายได้ปี 49 และ 24% ของปี 50 และ 19% ของปี 51 จึงมีแนวโน้มสูงที่รายได้ปี 49 จะขึ้นไปตามที่ราคาตลาดหรือสูงกว่า แต่เราคำนึงถึงความเสี่ยงของการก่อสร้าง และการยกเลิกจองของลูกค้าด้วยจึงไม่ปรับเป้าหมายขึ้น ซึ่งเราคาดว่ายอดขายรายได้ปี 49 จะเท่ากับ 1.0 หมื่นลบ.เติบโต 2% จากปี 48



Source: SIRI presentation, SYRUS estimates

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ไซริส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

The Innovative
Premium Broker

SYRUS

- เราคาดว่าอัตราการเติบโตของกำไรในปี 50 ก่อนข้างจำกัด เนื่องจาก Backlog ในต้นปี 50 จะน้อยเมื่อเทียบกับปี 49 ทำให้ในปี 50 จะต้องพึ่งพาการขายบ้านเดี่ยวมากขึ้น ส่วนคอนโดมิเนียมที่ขายดีในต้นปี 49 นั้นจะยกไปรับรู้เป็นรายได้ในปี 51 เป็นส่วนใหญ่ ทำให้เราคาดว่ายอดขายรับรู้รายได้ในปี 50 ของ SIRI จะลดลง ส่งผลให้กำไรลดลงตามไปด้วย ซึ่งเราคาดการณ์กำไรปี 49 ที่ 692 ลบ. (0.47 บาทต่อหุ้น) คิดเป็นอัตราการเติบโตของกำไรปกติ (ไม่รวมกำไรจากการขายโรงแรมแก่กองทุนอสังหาริมทรัพย์) 18.5% จากปี 48 ส่วนปี 50 คาดว่ากำไรจะเท่ากับ 658 ลบ. (0.45 บาทต่อหุ้น) ลดลง 5% จากปี 49
- ฐานะการเงินดีขึ้นเป็นลำดับ โดยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนในปัจจุบันเท่ากับ 1.28 เท่า ลดลงจาก 1.65 เท่าเมื่อต้นปี 48 แต่เพิ่มจาก 1.24 เท่าเมื่อไตรมาส 4/48 ซึ่งเราเชื่อว่าในไตรมาส 2/49 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะลดลงเป็น 1.21 เท่า และ ค่อยๆลดลงอย่างต่อเนื่อง จากการโอนที่อยู่อาศัยที่เป็น Backlog ในปัจจุบัน
- คงมูลค่าตามบัญชีพื้นฐานปี 49 ที่ 4.0 บาท ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ” ซึ่ง PE ของ SIRI จะอยู่ในระดับปานกลางของอุตสาหกรรมที่ประมาณ 7 เท่า แต่ PBV ก่อนข้างต่ำ และยังให้อัตราเงินปันผลตอบแทนคาดหวังที่สูงถึง 6% ก่อนข้างแน่นอนในอีก 1-2 ปีข้างหน้า ดังนั้นการที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากจึงถือเป็นโอกาสในการเข้าลงทุน โดยมีประเด็นการลงทุนคือยอดขายที่ฟื้นตัว และ Backlog ที่แข็งแกร่ง แต่ความเสี่ยงคือรายได้และกำไรในปี 50 ที่อาจมีความผันผวนตามภาวะอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์เนื่องจาก Backlog ยกไปปี 50 มีไม่มาก

The Innovative
Premium Broker

S
Y
R
U
S

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2004	2005	2006E	2007E
sales	6,569	9,910	10,559	9,885
Cost	4,589	7,444	7,787	7,328
Gross profit	1,980	2,466	2,771	2,557
Other income	40	110	90	90
Total Revenue	6,609	10,020	10,649	9,975
SG&A	1,322	1,658	1,857	1,649
Total Operating	5,911	9,102	9,644	8,977
Operating profit	698	919	1,005	998
Non operating income	6	456	0	0
EBIT	704	1,375	0	0
Depreciation &	219	141	1,005	998
EBITDA	923	1,516	150	150
Interest expense	121	129	1,155	1,149
Net income	499	904	85	82
Normalize profit	534	904	684	669

Balance Sheet Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2004	2005	2006E	2007E
Cash	337	1,249	639	629
Accounts receivable	1,689	2,575	2,617	2,913
Inventory	12,869	11,407	11,625	12,129
Other current asset	773	969	796	982
Total current asset	15,674	16,205	15,682	16,658
Investment and loan	0	110	110	110
Land for development	0	0	0	0
PPE	3,530	1,912	1,796	1,646
Other asset	70	95	122	122
Total Asset	19,274	18,322	17,711	18,536
Bank O/D & S/T loans	1,453	489	300	300
Account payable	522	579	376	510
Current portion of LT	1,783	2,848	0	0
Total current liabilities	5,272	5,496	2,199	2,560
Long-term borrowing	5,944	3,343	5,716	5,898
Other LT liabilities	929	1,740	1,693	1,646
Total LT liabilities	6,873	5,083	7,409	7,543
Total liabilities	12,145	10,579	9,608	10,103
Registered capital	7,755	7,747	7,747	7,747
Paid up capital	7,368	7,368	7,368	7,368
Premium (discount)	(1,069)	(1,069)	(1,069)	(1,069)
Unappropriate R/E	775	1,397	1,766	2,084
Total	7,128	7,743	8,103	8,433

Source: Company data, SYRUS estimates

Key ratio and Assumptions

(Bt mn)	2004	2005	2006E	2007E
Growth (%)				
Sales	6.5	(6.4)	6.5	(6.4)
Total revenue	6.3	(6.3)	6.3	(6.3)
Cost of sales	4.6	(5.9)	4.6	(5.9)
Selling & admin exp	12.0	(11.2)	12.0	(11.2)
Total operating exp	6.0	(6.9)	6.0	(6.9)
EBIT	(26.9)	(0.7)	(26.9)	(0.7)
Interest expenses	na	na	na	na
Net profit	(23.4)	(5.0)	(23.4)	(5.0)
Normalize profit	(23.4)	(5.0)	(23.4)	(5.0)
EBITDA	(23.8)	(0.6)	(23.8)	(0.6)
Profitability (%)				
ROA	3.8	3.6	3.8	3.6
ROE	8.7	8.0	8.7	8.0
Normalize ROA	3.8	3.7	3.8	3.7
Normalize ROE	8.6	8.1	8.6	8.1
Gross profit margin	26.2	25.9	26.2	25.9
Operating profit margin	9.4	10.0	9.4	10.0
Normalize profit margin	6.5	6.6	6.5	6.6
Net profit margin	6.5	6.6	6.5	6.6
EBITDA margin	10.8	11.5	10.8	11.5
SG&A/sales	17.6	16.7	17.6	16.7
Financial stability (x)				
Net D/E	1.1	1.1	1.1	1.1
Average cost of fund (%)	1.3	1.3	1.3	1.3
Per share data (Bt)				
EBITDA/share	0.78	0.78	0.78	0.78
EPS (fully dilute)	0.47	0.45	0.47	0.45
Norm EPS (fully dilute)	0.47	0.45	0.47	0.45
BV/share	5.50	5.72	5.50	5.72
Dividend/share	0.23	0.22	0.23	0.22
# shares (mn)	1,473.6	1,473.6	1,473.6	1,473.6
Par (Bt)	5.0	5.0	5.0	5.0

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2004	2005	2006E	2007E
Net profit	499	904	692	658
Adjust non cash item	116	(368)	142	162
+ (-) in net working capital	(4,897)	427	(402)	(625)
Cash flow from operating	(4,283)	963	432	194
Cash flow from investing	(343)	1,693	(90)	(47)
Free cashflow	(4,625)	2,655	343	147
Cash flow from financing	4,411	(1,744)	(952)	(157)
Net cashflow	(214)	912	(610)	(10)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ไسرائ์ จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน