



28 February 2007

Thailand
Property developer

Sansiri Plc. (SIRI)

4Q06's Results

Recommendation BUY
Share price 3.06Bt
Target price 4.04Bt
Upside/(Downside) 32.02%
Warrant price
52W range high/low 4.90Bt/2.56Bt
Foreign limit/ownership 39%/18.87%
Foreign premium N/A
SET index 683.95

Company description

ทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เน้นขายโครงการบ้านเดี่ยว คอนโดมิเนียม และทาวน์เฮาส์ อีกทั้งมีรายได้จากการให้เช่าและรับบริหารโครงการ

Mkt cap & volume

Issued shares 1,474 m
Par value Bt 4.28
Warrants -
Conversion ratio -
Conversion price -
Conversion dates -
Equity market cap Bt4.51b/US\$132.1m
Avg daily vol 3M Bt11.6m/US\$0.34m
Exchange rate Bt34.15/US\$

Stock codes

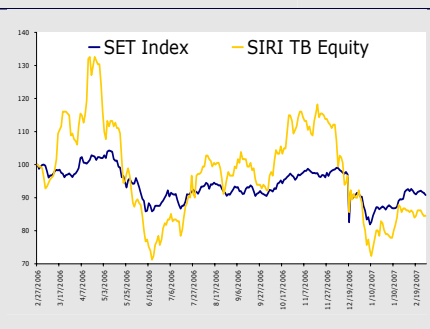
Reuters SIRI.BK
Bloomberg SIRI TB

Shareholders

N-PARK 21.9%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด 15.7%
Free Float 65.2%

Price performance

	1M	3M	6M
SIRI (%)	9	-9	-15
SET index (%)	4	-1	-9



Analyst
Tharinee Chabsuwan
(66 2) 660 5078
tharinee.c@finansa.com

GPM ดีขึ้น แต่กำไรลดลงเพราะภาษี "ซื้อ"

■ ภาษีจ่ายกดยังปี 06 ต่ำกว่าคาด 18% เป็น 404 ลบ.

ในขณะที่รายได้ปี 06 เพิ่มขึ้น 14% เป็น 11.34 พันลบ. แต่กำไรสุทธิกลับลดลง 17% เหลือ 404 ลบ. และต่ำกว่าคาด 18% เพราะอัตราภาษีจ่ายพุ่งขึ้นเป็น 44% (vs. 30% ปี 06) เนื่องจากมีการรับเงินค่างวดจากคอนโดโครงการต่างๆเข้ามา แต่ยังไม่ถึงจุดที่จะรับรู้รายได้ (ตามหลัก % of completion) อย่างไรก็ตามในแง่ GPM นั้นดีขึ้นจาก 25% เป็น 29% สำหรับผลการดำเนินงาน 4Q06 พบว่ารายได้อยู่ที่ 3.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 8% QoQ แต่ลดลง 7% YoY ส่วน GPM ลดลงเล็กน้อย (26.6% vs. 28.3% เหลือ 3 ไตรมาสย้อนหลัง) จากการทำโปรโมชันเพื่อเร่งระบายสต็อก โดยใน 4Q06 นี้มีการรับรู้รายได้จากคอนโดเข้ามา ~ 500 ลบ. นอกนั้นเป็น SDH & TH ส่วน SG&A/Sales แทบไม่เปลี่ยนแปลง แต่อัตรภาษีจ่ายยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 63% ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิ (NPM) ลดลงเหลือเพียง 2.4% (เฉลี่ยทั้งปี 3.57%) โดย D/E สิ้นปี 06 อยู่ที่ 1.33x

■ คงประมาณการและมุมมองเดิม รายได้โตเฉลี่ย 38% ช่วงปี 08-12

แม้กำไรจะออกมาต่ำกว่าคาด แต่ประมาณการของเราแทบไม่เปลี่ยนแปลงไปจากครั้งก่อนคือ คาดกำไรปีนี้และปีหน้าจะเติบโตก้าวกระโดดที่ 74% และ 197% เป็น 702 ลบ. และ 2.09 พันลบ. ตามลำดับ แต่ Fully Diluted EPS ปี 07 จะลดลง 13% เหลือ 0.24 บาท/หุ้น เพราะผลของการเพิ่มทุน (โดยออกหุ้นสามัญใหม่ 2,946 ล้านหุ้น ครั้งหนึ่งขาย PP ที่เหลือเตรียมไว้แปลงสภาพ SIRI-W1) สำหรับมุมมองระยะยาว คาดฐานทุนที่ใหญ่ขึ้นจะช่วยกระตุ้นรายได้ตั้งแต่ปี 08-12 ให้เติบโตเฉลี่ย 38% ต่อปี กลยุทธ์หันมาจับตลาดระดับกลาง-ล่างมากขึ้น และเน้นโครงการขนาดเล็ก

■ เชื้อราคา bottom ต้มป้อม "ซื้อ" เพื่อรับแจกปันผลและวอร์แรนต์

SIRI น่าจะเป็นหนึ่งในหุ้นที่ราคา Underperform ที่สุด โดยราคาลดลงไปแล้ว 38% จาก 52-Week High ที่ 4.90 บาท ขณะที่ SETPROP และ SET ลงไปแค่ 16% และ 13% ตามลำดับ ทำให้ปัจจุบันเทรดที่ discount 29% จากพาร์ (@ Bt4.28) และ 42% จาก BV (@ Bt5.28) สุดท้ายยังใจดีจ่ายปันผลอีก 0.13 บาท (สำหรับกำไรปี 06) Yield 4.2% XD 3 เม.ย. นอกจากนั้นผู้ถือหุ้นยังมีสิทธิลุ้นรับแจกวอร์แรนต์สัดส่วน 2:1 คาด XW ภายใน 2Q07 โดยวอร์แรนต์ดังกล่าวอายุ 5 ปี ใช้สิทธิแปลงสภาพ (1:1 @ Bt4.28) ได้ครั้งแรกหลังครบ 2 ปี ดังนั้นการแปลงสภาพจะเริ่มตั้งแต่ปี 09 แต่ถึงกระนั้น Dilution ก็ไม่น่าเป็นห่วงเมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโตในขณะนั้น เรายังคงเป้าหมายสิ้นปี 07 ตามวิธี DCF @ WACC 9.98% ไว้ที่ 4.04 บาท/หุ้น (เทียบเท่า PE 12.5x) Upside 32% "ซื้อ"

Year to 31 Dec	2004	2005	2006	2007F	2008F
Turnover (Btm)	6,569	9,911	11,339	12,433	19,444
Growth (%)	83.5%	50.9%	14.4%	9.7%	56.4%
EBITDA (Btm)	873	1,090	1,003	1,329	3,153
Growth (%)	65.6%	24.8%	-8.0%	32.5%	137.3%
Recurring profit (Btm)	557	488	404	702	2,089
Growth (%)	111.0%	-12.4%	-17.2%	73.7%	197.4%
FDEPS (Bt)*	1.67	0.61	0.27	0.24	0.71
Growth (%)	367.7%	-63.3%	-55.3%	-13.1%	197.4%
PE (x)	9.0	5.0	11.2	12.8	4.3
DPS (Bt)	0.18	0.22	0.13	0.12	0.35
Yield (%)	5.9	7.2	4.4	3.9	11.6
BVPS (Bt)	4.84	5.25	5.28	4.94	5.53
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

* Using actual # of shares in issue in past years and fully-diluted # of shares in forecast years



SIRI's on-going projects

Projects for sale - SDHs by SIRI

Project	Type	Launch Date	# units	Value (Bt m)	Sales Progress
Narasiri Pattanakarn	SDH	Feb 04	177	3,914	73%
Setthasiri Sanambin-Nam	SDH	Feb 04	299	2,311	98%
Baan Sansiri Sukhumvit	SDH	Nov 04	96	3,508	97%
Saransiri Ramindra	SDH	Jun 05	116	455	94%
Setthasiri Sukhapiban 2	SDH	Jun 05	538	3,041	39%
The Emperor Narasiri's Collection	SDH	Oct 05	48	1,306	30%
The Gallery Sethasiri's Collection	SDH	Nov 05	69	695	51%
Setthasiri Prachachuen	SDH	Feb 06	610	5,174	32%
Saransiri Ramindra 2	SDH	Mar 06	350	1,306	41%
Baan Prompat - Ramindra	SDH	Mar 06	499	1,031	41%
Sansiri Rachapruerk	SDH	May 06	300	1,492	30%
Burasiri Sanambinnam	SDH	Aug 06	308	1,749	16%
The Village	Shop House	Aug 06	57	125	100%
Sum			3,467	26,107	55%

Source: Sansiri, as of Dec 06

Projects for sale - Condos by SIRI

Project	Type	Launch Date	#units	Value (Bt m)	Sales Progress	Expected Completion
Baan Nunthasiri (Sathorn)	Condo	Aug 03	79	1,112	100%	1Q06
The Lanai Sathorn	Condo	Aug 04	34	490	55%	1Q06
Baan Sanploen (Hua Hin)	Condo	Mar 03	129	732	100%	2Q06
Baan Sirisilom	Condo	Dec 03	155	819	100%	3Q06
Baan Sirisukhumvit 24	Condo	Nov 03	150	1,301	100%	4Q06
Baan SiriResidence (Skv 24)	Condo	Jul 04	185	1,395	100%	2Q07
Baan SiriThirtyOne	Condo	Aug 04	108	769	82%	3Q07
Las Tortugas	Condo	Dec 05	159	917	86%	1Q08
Sum			999	7,535	94%	

Source: Sansiri, as of Dec 06

Projects for sale - THs and condos by subsidiaries

Project	Type	Launch Date	# Units	Value (Bt m)	Sales Progress	Expected Completion
PLUS Sukhumvit-Rama 4	Condo	Jun 03	392	954	97%	1Q06
Sathorn PLUS(OTP)	Condo	May 04	77	250	100%	1Q06
Sathorn PLUS(BTG)	Condo	Feb 06	70	306	100%	1Q06
Condo One Siam	Condo	Mar 06	147	442	97%	4Q07
Condo One Thonglor	Condo	Mar 06	151	420	98%	1Q08
Condo One Sukhumvit 52	Condo	Mar 06	95	241	100%	4Q07
Condo One Sukhumvit 67	Condo	Mar 06	79	276	69%	4Q07
Condo One Sathorn	Condo	May 06	79	218	30%	4Q07
Condo One X Sukhumvit 26	Condo	Jun 06	329	1,335	100%	4Q08
Condo One X Sathorn-Narathiwat	Condo	Jun 06	493	1,079	56%	4Q08
Condo One Ratchada-Ladphrao	Condo	Jun 06	103	223	100%	2Q08
Condo One Ladprao 15	Condo	Jan 06	87	180	97%	4Q07
Condo One Ladprao 18	Condo	Jan 06	175	284	95%	4Q07
PLUS Kaset-Ngamwongwan	Town House	Mar 06	68	279	78%	2Q07
Plus Park Avenue LaSalle Srinagarinda	Home Office	Mar 06	57	333	40%	2Q07
PLUS City Park Kaset Nawamindra	Town House	Dec 04	97	399	100%	2Q06
PLUS City Park Ladprao 71	Town House	Feb 05	76	272	97%	4Q05
PLUS City Park Rama IX-Huamark	Town House	Jun 05	162	797	94%	4Q06
PLUS Ekamai-Ramindra	Town House	Aug 05	247	933	85%	2Q07
PLUS Citypark Sukhumvit 101/1	Town House	Oct 05	108	488	92%	4Q06
PLUS Citypark SanambinNam	Town House	Mar 06	174	529	70%	2Q07
PLUS Citypark Srinagarin-Suanluang	Town House	Jun06	312	1,194	50%	3Q07
PLUS Citypark Avenue Sanambinnam	Town House	Jun 06	39	150	75%	2Q07
PLUS Citypark Ngamwongwan 25	Town House	Jun 06	111	390	39%	4Q07
Condo One - Ladphrao Station	Condo	Oct 06	117	307	80%	2Q08
Condo One SOHO	Condo	Oct 06	44	209	83%	4Q07
Sum			3,728	11,972	84%	

Source: Sansiri, as of Dec 06

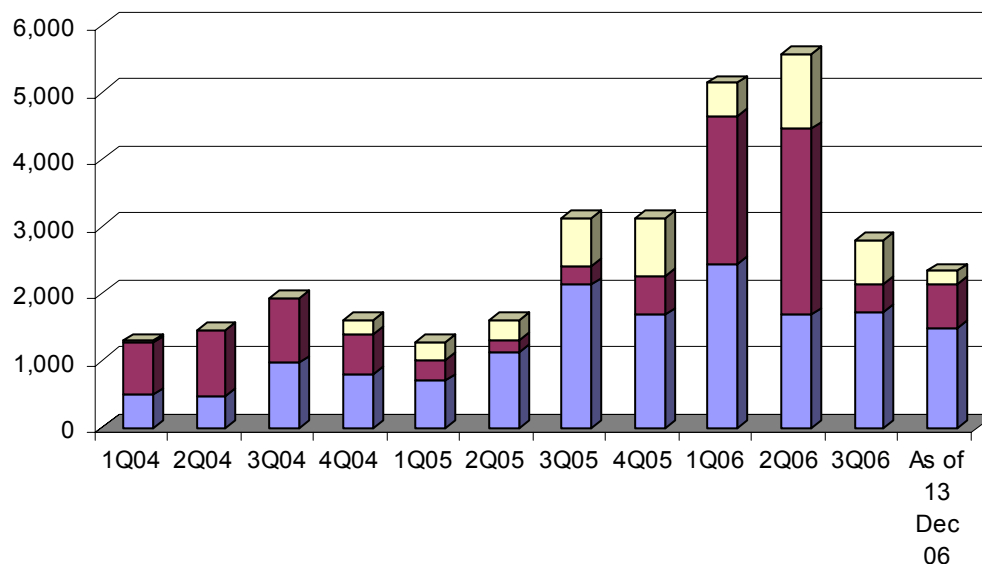


4Q06's Results

P&L (Btm)	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	%QoQ	%YoY
Sales	3,450	2,389	2,748	2,987	3,215	8%	-7%
COGS (inc dep'n)	-2,579	-1,734	-1,955	-2,132	-2,360	11%	-8%
Gross Profit	871	655	793	854	855	0%	-2%
SG&A	-521	-501	-638	-635	-668	5%	28%
Operating Profit	350	155	155	219	187	-15%	-47%
Net other income	-12	23	25	42	30	-29%	-358%
Net interest	-8	-22	-12	-21	-7	-65%	-2%
Pretax profit	331	156	168	241	210	-13%	-36%
Income Tax	-128	-29	-79	-159	-133	-16%	4%
Associates	0	0	0	0	0	0%	0%
Minority interest	1	8	13	10	0	-95%	-27%
Profit after tax (pre-ex)	203	135	101	91	77	-16%	-62%
Extraordinaries, GW & FX	0	0	0	0	0	0%	0%
Reported net profit	203	135	101	91	77	-16%	-62%
Shares out (end Q, m)	7,368	7,368	7,368	6,307	6,307	0%	-14%
Adjusted shares (m)	7,368	7,368	7,368	6,838	6,307	-8%	-14%
Pre-ex EPS	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	-9%	-56%
EPS	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	-9%	-56%
Depreciation	89	38	57	57	17	-71%	-81%
EBITDA	427	215	237	319	234	-27%	-45%

Source : FSL Research

SIRI's Pre-sales



Source: Sansiri

■ Single Detached House ■ Condo ■ Town House

Recommendation definitions

Core coverage:

Buy: A Buy recommendation is based on the long-term fundamentals of the stock. Target return, in absolute terms, is generally 10% or more. (For mid- and small-cap stocks, target return is generally more than 15%). Recommendation time horizon is up to 12 months.

Hold: A Hold recommendation is based on the long-term fundamentals outlook of the stock and recommendation time horizon. However, expected return may be within the range of 10% more or less than of its current share price.

Sell: A Sell recommendation is based on the long-term fundamentals of the stock. Target return, in absolute term, is generally more than 10% negative. Recommendation time horizon is up to 12 months.

Non-core coverage:

Positive: A Positive opinion indicates an overall optimistic view about the stock which in some cases may suggest hidden value worth considering in more details. However, given our irregular coverage of the stock, neither an official recommendation nor a target price is included.

Negative: A Negative opinion indicates a cautious outlook on the stock that investors may want to consider. As for a Positive opinion, given our irregular coverage of the stock, neither an official recommendation nor a target price is included.

Note:

At times, the expected returns may fall outside of these rating parameters because of volatility in share prices or trading patterns. Also, it is our inclination not to change recommendations too frequently. Hence, these rating parameters should be interpreted flexibly. Investors' decisions to invest in any particular stock should be made after careful evaluation of the stock's expected performances and associated risks.

Disclaimer

The information and opinions contained in this report have been compiled by Finansa Securities Limited or its affiliates ("Finansa") from sources believed by it to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made by Finansa or any other person as to its accuracy, completeness, currency or correctness. All information, opinions and estimates contained in this report are subject to change without notice and are provided in good faith but without legal responsibility.

This report is not an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. Finansa and its affiliates may have an investment, investment banking or other relationship with some or all of the issuers mentioned therein, either for its own account or for the account of its customers. An employee of Finansa may have positions in, or be a director of, a company mentioned in this report.

This report is prepared for general circulation and is circulated for general information only. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this report.

Neither Finansa nor any of its affiliates, nor any other person, accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or the information contained therein.

This report may not be distributed to the public in some countries. The securities and/or investments discussed in this report may not be eligible in some countries.

This report may not be reproduced, distributed or published, in whole or in part, by any recipient hereof for any purpose.



FINANSA
Asian Merchant Banking

Finansa Securities Ltd. Head Office: 48/22-23, Fl.12A; 48/45-46, Fl.20 Tisco Tower,
North Sathorn Road, Bangkok 10500, Thailand
Tel: (662) 697-3800,:(662) 697-0300, Fax: (662) 697-3890, E-mail :mailbox@finansa.com