

COMPANY REPORT

Sector : Property

SANSIRI PCL (SIRI)

16 กรกฎาคม 2550

ราคาปิด 3.78 บาท

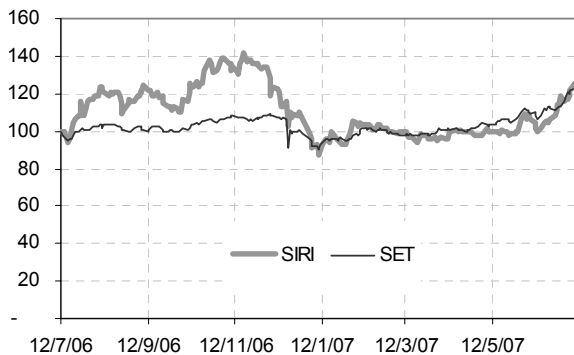
“ขาย” ราคาเป้าหมาย 3.60 บาท

EARNINGS FORECAST					
Year to Dec	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
Net Profit (Btm)	904	404	567	886	1,103
EPS (Bt)	0.33	0.27	0.29	0.30	0.37
Growth (%)	-30%	-17%	5%	4%	24%
PER (X)	11.4	13.8	13.1	12.6	10.1
DPS (Bt)	0.22	0.22	0.10	0.11	0.13
Yield (%)	5.8%	5.8%	2.7%	2.8%	3.5%
P/BV (x)	0.7	0.7	0.5	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	10.0	10.2	7.8	6.0	5.4

Source: Company Reports and Globlex Securities Estimates

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	859.14
Market Cap. (Btm.)	5,570.2
No. of share outstanding	1,473.6 m
Major Shareholders as of July 12, 2007	
1. บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	15.66 %
2. Dr. Allina Salim's Group	13.91 %
3. Natural Park Plc.	10.71 %

Source: SET Smart Program by SET



Source: SET SMART PROGRAM by SET

Analyst: Wilasinee Boonmasungsong
02 672-5937
wilasinee@globlexsecurities.com

การเติบโตในระยะยาวขึ้นอยู่กับความสำเร็จในการเพิ่มทุน

การเพิ่มทุนของ SIRI เป็นสิ่งที่จำเป็นเพื่อสร้างฐานการเงินที่มั่นคงเพื่อรองรับการเติบโตของยอดขายระดับสูงกว่า 1 หมื่นล้านบาทในระยะยาว แต่จำนวนหุ้นที่จะเพิ่มขึ้นทำให้ต้องใช้เวลามาก 1-2 ปีเพื่อชดเชยผลของ Dilution effect ที่จะเกิดขึ้น ยืนยันคำแนะนำ “ขาย” โดยมีราคาเป้าหมาย 3.60 บาท

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- ปัจจุบันมียอดขายรอโอน (Backlog) ระดับสูงถึง 1.88 หมื่นล้านบาท การเปิดตัวโครงการใหม่ช่วงครึ่งปีแรก 10 โครงการมูลค่ารวมกว่า 7 พันล้านบาทโดยเฉพาะการเปิดขายคอนโดมิเนียมของบริษัทเอง 2 โครงการคือ “SIRI at Sukhumvit” และ “บ้านแสนปลื้ม” ช่วงปลายไตรมาส 2/50 ประสบความสำเร็จเป็นอย่างดีสามารถขายได้หมดในระยะเวลาอันสั้นทำให้ออกขาย presale ในไตรมาส 2/50 ทำได้สูงถึง 6.3 พันล้านบาทเทียบกับ 2.6 พันล้านบาทในไตรมาส 1/50 ทำให้ SIRI มียอดขายรอโอนก่อนหักยอกรับรู้อยู่ได้ในไตรมาส 2/50 สูงถึง 1.88 หมื่นล้านบาทซึ่งจะทยอยรับรู้อีกถึงปี 52
- คาดยอดขายปี 50 ขยายตัว 21%yoy เราคาดว่ายอดขายที่จะรับรู้เป็นรายได้ในปีนี้ราว 12,880 ล้านบาทซึ่งเพิ่มขึ้น 19%yoy โดยกว่าครึ่งจะมาจากยอดขายรอโอนของโครงการแนวราบและแนวสูงที่จะส่งมอบในปีนี้ โดยมีคอนโดมิเนียมจำนวน 9 โครงการมูลค่าเกือบ 4 พันล้านบาทและยอดขายบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์อีกราว 5 พันล้านบาทเศษที่คาดว่าจะโอนได้ในปลายปี
- ค่ากำไรสุทธิเติบโตสูงแต่อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นไม่มากนัก ด้วยสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นราว 28.6% ซึ่งดีขึ้นกว่า 27.9% ปีที่แล้ว สัดส่วนค่าใช้จ่ายขายและบริหารทั้งปีราว 21% (เฉพาะ Q1/50 เท่ากับ 25%) และอัตราจ่ายภาษีเงินได้ทั้งปีที่ 55% เราคาดว่ากำไรสุทธิปีนี้ราว 567 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 40%yoy และกำไรต่อหุ้น 0.29 บาทเพิ่มขึ้น 5%yoy และด้วยสมมติฐานสำหรับปี 51 ที่ดีขึ้น (อัตรากำไรขั้นต้น 29% สัดส่วนค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อยอดขาย 19% และอัตราจ่ายภาษีเงินได้ 50%) เราคาดว่ากำไรสุทธิ 886 ล้านบาทซึ่งเติบโตถึง 56% กำไรต่อหุ้นปี 51 ราว 0.30 บาทซึ่งเติบโต 4%yoy
- หากเพิ่มทุนได้สำเร็จจะทำให้อนาคตเติบโตได้อย่างยั่งยืน มติเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงอีกเท่าตัวที่ยังไม่ได้เรียกชำระน่าจะสำเร็จในปีนี้เป็นเนื่องจากแนวโน้มตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่คาดว่าจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งปีหลังประกอบกับภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่เอื้ออำนวย นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่จาก N-PARK ซึ่งประสบปัญหาทางการเงินมาเป็นกลุ่มนักลงทุนชาวฮ่องกงน่าจะเป็นผลดี ทำให้ความเสี่ยงในการขายหุ้น SIRI เพื่อชำระหนี้ลดลง ทั้งนี้หาก SIRI เพิ่มทุนได้สำเร็จจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นไตรมาส 1/50 ที่ 1.3 เท่าซึ่งสูงกว่ากลุ่มลดลงเหลือราว 0.8 เท่าในปลายปี แสดงถึงฐานะการเงินที่มั่นคงมากขึ้นหากเพิ่มทุนได้สำเร็จ
- ยืนยันคำแนะนำ “ขาย” โดยมีราคาเป้าหมาย 3.60 บาท หากกำหนดให้ราคาเหมาะสมของหุ้นซื้อขายที่ระดับ PER ในอดีตที่ 12 เท่าจะได้ราคาเหมาะสมเท่ากับ 3.60 บาทสำหรับปี 51 ซึ่งใกล้เคียงกับราคาปิดล่าสุด ขณะที่ปี 51 อัตรากำไรเติบโตเล็กน้อยเพียง 4%yoy แม้กำไรสุทธิเติบโตถึง 56% จากจำนวนหุ้นเพิ่มทุนที่เพิ่มขึ้นเท่าตัว โดยเราคาดว่ากำไรต่อหุ้นจะกลับมาเติบโตสูงราว 24% ในปี 52 เราจึงยืนยันคำแนะนำ “ขาย”

Financial Highlight						Business Highlight				
Balance Sheet (Btm)	05A	06A	07F	08F	09F	Projects		Type	Value	% Sold
						as of Jul 2, 2007		(Btm)		
Cash	1,249	1,299	1,702	1,106	801	Sansiri's Project				
Receivables	2,575	2,028	2,406	2,270	2,543	1	Baan Sirisilom	Condo	819	100%
Inventory	11,407	11,125	15,178	18,437	20,650	2	Baan SiriResidence	Condo	1,395	100%
Current assets	16,205	15,530	20,086	22,765	24,968	3	The Lanai Sathorn	Condo	490	100%
Non-current assets	2,117	2,576	5,738	5,948	6,213	4	Baan SiriThirtyOne	Condo	760	82%
Total assets	18,322	18,106	25,824	28,713	31,181	5	Las Tortugas	Condo	917	86%
Current liabilities	5,496	7,207	9,022	11,680	12,974	6	Siri at Sukhumvit	Condo	3,054	100%
Long-Term liabilities	5,083	3,116	2,441	2,375	2,832	7	Sanpluem	Condo	732	100%
Total liabilities	10,579	10,323	11,463	14,055	15,806	8	Narasiri-Pattanakarn	SDH	3,932	83%
Paid-up, prem share & other	6,248	6,216	12,525	12,525	12,525	9	Setthasiri-Sanambin-Nam	SDH	2,283	100%
Retained earnings	1,495	1,567	1,837	2,134	2,851	10	Baan Sansiri-Sukhumvit 67	SDH	3,498	100%
Equity	7,743	7,783	14,361	14,658	15,375	11	Saransiri Ramindra	SDH	457	96%
P&L (Btm)						12	Setthasiri-Ramindra	SDH	784	100%
Sales	9,280	10,856	12,880	15,190	17,013	13	Setthasiri Sukhapiban 2	SDH	3,056	49%
Cost of sales	7,010	7,827	9,196	10,785	12,079	14	The Emperor Narasiri	SDH	1,296	45%
Gross profits	2,271	3,029	3,684	4,405	4,934	15	The Gallery Setthasiri	SDH	694	67%
Other revenues	781	626	677	738	807	16	Setthasiri Prachacheun	SDH	5,320	44%
Selling & admin exp.	1,643	2,435	2,640	2,886	3,062	17	Saransiri Ramindra 2	SDH	1,306	64%
Other expense	449	360	386	425	425	18	Prompt Pat Ramindra	SDH	1,049	75%
EBIT	959	860	1,334	1,832	2,253	19	Saransiri Rachapruerk	SDH	1,411	51%
Interest exp.	129	86	129	134	160	20	Burasiri Sanambinnam	SDH	1,757	31%
EBT	830	774	1,205	1,698	2,093	21	The Village	SDH	135	100%
Taxes	369	401	663	849	1,047	22	Busaba Pool Villa	SDH	160	46%
Pre-excep. Net profits	461	373	542	849	1,047	Plus Property's Projects				
Exceptionals	443	31	25	37	56	1	Condo One Siam	Condo	442	99%
Net profits	904	404	567	886	1,103	2	Condo One Thonglor	Condo	451	100%
EBITDA	1,101	1,001	1,480	1,996	2,427	3	Condo One Sukhumvit 52	Condo	241	100%
EPS (Bt) - basic	0.33	0.27	0.29	0.30	0.37	4	Condo One Sukhumvit 67	Condo	233	90%
Cashflow projection (Btm)						5	Condo One Sathorn	Condo	220	31%
EBIT(1-t)	671	602	934	1,282	1,577	6	Condo One X Sukhumvit 26	Condo	1,335	98%
Dep. & Amortization	141	141	146	164	174	7	Condo One X Sathorn Narathiw at	Condo	1,129	84%
Change in net working capital	260	1,943	(501)	(617)	(1,214)	8	Condo One Ratchada-Ladphrao	Condo	223	99%
Capital expenditure	(70)	(70)	(167)	(228)	(255)	9	Condo One-Ladphrao Station	Condo	306	79%
Firm free cashflow	1,003	2,616	412	602	282	10	Condo One SOHO	Condo	203	84%
Financial Ratios						11	My Condo Sathorn-Taksin	Condo	426	99%
Gross profit margin	24.5%	27.9%	28.6%	29.0%	29.0%	12	My Condo Sukhumvit 103	Condo	450	97%
Net profit margin	9.7%	3.7%	4.4%	5.8%	6.5%	13	My Condo Pinklao	Condo	713	69%
Current ratio (x)	2.9	2.2	2.2	1.9	1.9	14	My Condo Sukhumvit 81	Condo	292	100%
Times interest earned (x)	7.4	10.0	10.3	13.7	14.1	15	My Condo Ladprao 27	Condo	423	33%
D/E Ratio	1.4	1.3	0.8	1.0	1.0	16	Plus City Park-Rama IX	TH	797	100%
ROA	4.9%	2.2%	2.2%	3.1%	3.5%	17	Plus City Park-Ekamai Ramindra	TH	951	95%
ROE	11.7%	5.2%	3.9%	6.0%	7.2%	18	Plus City Park-Sukhumvit 101/1	TH	534	95%
Trends (%)						19	Plus Citypark Sanambinnam	TH	542	99%
Sales growth	63%	17%	19%	18%	12%	20	Plus Citypark Srinakarin Suanluang	TH	1246	81%
Expense growth	66%	17%	17%	16%	12%	21	Plus Park Avenue-Sanambinnam	TH	150	100%
EBIT growth	38%	-10%	55%	37%	23%	22	Plus Citypark Ngamw ongwan 25	TH	390	78%
Net profit growth	81%	-55%	40%	56%	24%	23	Tow n Plus Ladprao 101	TH	319	80%
Quarterly performance (Btm)						24	Tow n Plus Rama 9	TH	465	46%
Sales	2,282	2,638	2,858	3,078	2,512	25	Tow n Plus Suvarnabhumi	TH	498	19%
Cost of sales	1,734	1,955	2,132	2,006	1,941	Plus Property Venture's projects (PLUS hold 51%)				
Selling & admin exp.	499	634	634	667	625	1	Condo One Ladprao 15	Condo	180	100%
Interest exp.	22	23	22	20	25	2	Condo One Ladprao 18	Condo	284	99%
Taxes	29	79	159	133	56	3	Plus Citypark Ngamw ongwan	TH	283	98%
Net profits	135	101	91	77	42	4	Plus Park Avenue-Lasalle	TH	342	55%

Source: Company Reports and Globlex Securities estimated

Source: SIRI