



28 February 2008

Thailand
Property developer

Sansiri Plc. (SIRI)

4Q07 Results

Recommendation	BUY
Share price	Bt3.70
Target price	Bt4.41
Upside/(Downside)	19.19%
Warrant price	-
52W range high/low	Bt4.20/Bt2.80
Foreign limit/ownership	39.0%/36.3%
Foreign premium	N/A
SET index	842.12

Company description

ทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เน้นขายโครงการบ้านเดี่ยว คอนโดมิเนียม และทาวน์เฮาส์ อีกทั้งมีรายได้จากการให้เช่าและบริหารจัดการโครงการ

Mkt cap & volume

Issued shares	1,474 m
Par value	Bt4.28
Warrants	-
Conversion ratio	-
Conversion price	-
Conversion dates	-
Equity market cap	Bt5.45b/US\$170.4m
Avg daily vol 3M	Bt11.6m/US\$0.36m
Exchange rate	Bt32.00/US\$

Stock codes

Reuters	SIRI.BK
Bloomberg	SIRI TB

Shareholders

N-PARK	21.9%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	15.9%
Free Float	65.6%

Price performance

	1M	6M	12M
SIRI (%)	8	-1	23
SET index (%)	13	7	24

กำไรพุ่งไม่หยุด คาดโตต่ออีกปีละ 32%

■ ไอ้โหน!!! กำไรสุทธิปี 07 โตเกินคาด 33% ซึ่งมาจากฝีมือล้วนๆ

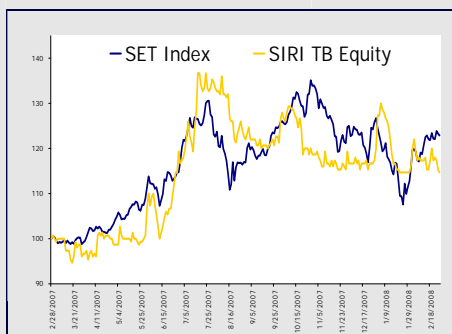
เป็น 708 ลบ. (vs. เราทำ 526 ลบ.) ซึ่งเพิ่มขึ้นถึง 75% YoY โดยมาจากการฟื้นตัวของงบดำเนินงานอย่างแท้จริง ส่วนสาเหตุที่กำไรดีกว่าคาดถึง 33% เนื่องจาก 2 เหตุผลหลัก 1) อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ดีกว่าคาดเป็น 29.1% ในปี 07 (vs. เราทำ 28%) และอัตราภาษีจ่าย (Effective Tax Rate) ที่ต่ำกว่าคาดที่ 37.9% (vs. 45% ประมาณการของเรา) เมื่อแยกพิจารณาเฉพาะ 4Q07 ก็ยังน่าประทับใจ โดยรายได้พุ่งขึ้นถึง 62% QoQ & 54% YoY เป็น 4.95 พันลบ. ซึ่งก็เป็นไปตามคาด โดยหลักๆมาจากการรับรู้รายได้จาก Condo One 8 โครงการซึ่งมาจากโครงการของ PLUS (SIRI ถือหุ้น 100%) ที่เริ่มโอนมูลค่ารวม 2 พันลบ. ที่เหลือมาจากบ้านเดี่ยว (SDH) และทาวน์เฮาส์ (TH) รวมกัน 2.95 พันลบ. ซึ่ง Condo One มี GPM ค่อนข้างสูง หนุนให้ GPM เพิ่มเป็น 31% (vs. 28.5% ใน 3Q07 และเฉลี่ย 27.8% ปี 06) นอกจากนี้ SG&A/Sales ยังลดเหลือ 19% (vs. 22.5% ใน 3Q07) จากการรับรู้รายได้ที่สูงและควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีขึ้น สุดท้าย Effective Tax Rate หดจาก 46% เหลือ 27.3% เพราะไตรมาสก่อนราคาตลาดของโครงการของ SIRI สูงกว่าราคาขายในตอนเปิดโครงการมากจึงทำให้โดนเก็บภาษีเพิ่มขึ้น ทั้งหมดทุกส่วนที่ดีขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิใน 4Q07 พุ่งเป็น 491 ลบ. (+278% QoQ & +537% YoY) พร้อมกันนี้บริษัทได้ประกาศจ่ายปันผลปี 07 @ 0.23 บาท XD 3 เม.ย. Yield 6%

■ คงแผนเพิ่มทุน PP จำนวน 1,473 ล้านหุ้น พ่วงแจกวอร์เรนต 2:1

SIRI ยังต้องการเงินทุนเพื่อขยายกิจการเพื่อมุ่งมั่นให้เป็นอันดับ 1 ในวงการอสังหาริมทรัพย์ต่อไป แต่เนื่องจากมติเพิ่มทุนเดิมที่เคยขออนุมัติไปตั้งแต่เม.ค.ปีที่แล้ว ครบ 1 ปี จึงหมดอายุ ทำให้บอร์ดต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นอีกครั้งในการประชุมวันที่ 29 เม.ย.นี้ ซึ่งถ้าสำเร็จจะได้เงิน 6.3 พันลบ. (PP 1,473 ล้านหุ้น @ 4.28 บาท) ซึ่งมากพอที่จะทำให้ปีนี้ SIRI เปิดโครงการได้มูลค่ารวมสูงถึง 2.4 หมื่นลบ. ตามที่ตั้งใจไว้ในตอนแรก ส่วนเงินที่ได้จากการแปลงสภาพวอร์เรนต (1:1@Bt4.28 อายุ 5 ปี) จะตามมาภายหลังจากผลการดำเนินงานดีขึ้นจนดันราคาตลาดไปเกินกว่า 4.28 บาท แต่ทั้งนี้ใน 2 ปีแรกจะติด Silent Period (คือห้ามแปลงสภาพ) แต่ทั้งนี้เพื่อความอนุรักษ์นิยม เราจึงคงคิดว่าบริษัทจะเปิดโครงการใหม่ได้เพียง 1.2 หมื่นลบ. (เสมือนไม่ได้รับเงินจากการเพิ่มทุนหรือได้แต่ใช้ไม่เต็มที่) แต่ในแง่จำนวนหุ้นให้เพิ่มขึ้นทันทีตามจำนวนที่ทำ PP โดยคอนโดยังเป็นตัวยืน (5 โครงการ) แต่ทั้งนี้รายได้และกำไรในปี 08 คาดว่ายังจะเติบโต 18% และ 33% YoY เป็น 1.59 หมื่นลบ. และ 927 ลบ. ตามลำดับ ทั้งนี้โฟกัสหลักอยู่ที่การคุม SG&A/Sales (21.5% vs. 22% ปี 07) และ Effective Tax Rate (35% vs. 37.9% ปี 07)

■ “ซื้อ” เป้า 4.41 บาท คาดกำไร 2 ปีข้างหน้าโตต่ออีกปีละ 32%

ในขณะที่กำไรฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง (คาดโตเฉลี่ย(CAGR) ปีละ32%) แต่ราคากลับทรุดต่ำกว่าพาร์ (4.28) และ BV(5.66) แลก็มีปันผลให้หุ้นอีกปีละ 4-5% “ซื้อ” เป้า 4.41 บาท Upside 19%



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

Year to 31 Dec	2005	2006	2007	2008F	2009F
Turnover (Btm)	9,911	11,339	13,550	15,953	17,221
Growth (%)	50.9%	14.4%	19.5%	17.7%	7.9%
EBITDA (Btm)	1,090	1,013	1,355	1,600	1,909
Growth (%)	24.8%	-7.1%	33.8%	18.0%	19.4%
Recurring profit (Btm)	488	404	699	927	1,216
Growth (%)	-12.4%	-17.2%	72.9%	32.6%	31.2%
FDEPS (Bt)*	0.61	0.27	0.48	0.31	0.41
Growth (%)	-63.3%	-55.3%	75.1%	-34.5%	31.2%
PE (x)	6.1	13.6	7.7	11.8	9.0
DPS (Bt)	0.22	0.13	0.23	0.16	0.21
Yield (%)	5.9	3.6	6.1	4.2	5.5
BVPS (Bt)	5.25	5.28	5.66	5.15	5.41
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

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



4Q07 Results

P&L (Btm)	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	%QoQ	%YoY
Sales	3,215	2,654	2,884	3,060	4,952	62%	54%
COGS (inc dep'n)	-2,360	-1,941	-2,062	-2,189	-3,417	56%	45%
Gross Profit	855	713	821	871	1,534	76%	79%
SG&A	-668	-625	-714	-689	-956	39%	43%
Operating Profit	187	88	107	182	579	217%	209%
Net other income	30	35	26	31	36	16%	21%
Net interest	-7	-25	2	-10	11	-217%	-261%
Pretax profit	210	99	135	204	626	207%	198%
Income Tax	-133	-56	-82	-94	-171	82%	28%
Associates	0	0	0	0	0	0%	0%
Minority interest	0	-1	-7	20	27	36%	n.m.
Profit after tax (pre-ex)	77	42	46	130	482	271%	526%
Extraordinaries, GW & FX	0	0	0	0	9	0%	0%
Reported net profit	77	42	46	130	491	278%	537%
Shares out (end Q, m)	1,474	1,474	1,474	1,474	1,474		
Adjusted shares (m)	1,474	1,474	1,474	1,474	1,474		
Pre-ex EPS	0.05	0.03	0.03	0.09	0.33	271%	526%
EPS	0.05	0.03	0.03	0.09	0.33	278%	537%
Depreciation	17	47	51	57	77	33%	351%
EBITDA	234	170	184	271	691	155%	195%
Key Financial Ratio							
Gross Margin	26.59%	26.88%	28.48%	28.48%	30.99%		
SG&A/Sales	20.78%	23.56%	24.76%	22.52%	19.30%		
Net Margin	2.40%	1.56%	1.59%	4.24%	9.91%		

Source : FSL Research



Sansiri Plc. (SIRI)

Year to 31 December

Consolidated

Last Update

28-Feb-08

INCOME STATEMENT (Btm)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Turnover	6,569	9,911	11,339	13,550	15,953	17,221
Cost of sales (COGS)	-4,452	-7,326	-8,036	-9,377	-11,090	-12,050
Depreciation and amortisation	-137	-118	-145	-232	-157	-177
Gross Profit	1,980	2,467	3,158	3,941	4,706	4,994
SG&A expenses	-1,322	-1,658	-2,441	-2,984	-3,430	-3,444
Operating profit	658	809	716	956	1,276	1,550
Other operating income	34	135	120	128	147	168
EBIT	692	944	836	1,085	1,423	1,718
Interest expense	-121	-129	-86	-69	-82	-65
Interest income	6	15	23	48	55	62
Other income	30	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	607	830	774	1,063	1,395	1,716
Income tax on company & subsidiaries	-64	-369	-401	-403	-488	-515
Profit after tax	543	461	373	660	907	1,201
Minority interests	14	27	31	39	20	15
Share of associate net income	0	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0	0
Recurring attributable net profit	557	488	404	699	927	1,216
Extraordinary items	7	456	0	9	0	0
Reported net Profit	564	944	404	708	927	1,216
Shares in issue (Y/E, m)	1,474	1,474	1,474	1,474	2,947	2,947
Shares in issue (Weighted avg, m)	1,492	1,474	1,474	1,474	2,210	2,947
EPS (before extraordinary items, Bt)	0.4	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4
DPS (Bt)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
DPS/EPS (%)	42.7	66.4	49.0	50.0	50.0	50.0

CASHFLOW (Btm)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Operating Profit	658	809	716	956	1,276	1,550
Other Operating income	78	162	151	167	167	183
EBIT	736	971	868	1,123	1,443	1,733
Depreciation & amortisation	137	118	145	232	157	177
EBITDA	873	1,090	1,013	1,355	1,600	1,909
Notional cash taxes on ungeared operation	-77	-427	-445	-429	-517	-534
Net change in working capital	-6,967	-431	954	-2,030	-2,019	-1,329
CAPEX	-450	1,480	-471	-465	-200	-200
Operating free cashflow (OpFCF)	-6,621	1,711	1,051	-1,569	-1,137	-154
Net interest income adjusted for tax impact	-102	-56	-18	5	1	17
Net free cashflow (NetFCF)	-6,723	1,655	1,033	-1,564	-1,136	-137
Non-operating income (net of tax)	7	456	0	9	0	0
Equity income from associates	0	0	0	0	0	0
Investments	3	-86	-14	26	11	13
Net change in other assets/liabilities	41	781	-150	-1	98	112
Other items	356	-30	566	1,492	-525	673
Residual cashflow (RCF)	-6,316	2,776	1,435	-37	-1,552	661
Dividends	-286	-276	-332	-192	-388	-463
Equity capital raised	2,949	-0	8	-0	6,304	0
Other items	-103	-53	-40	47	-7	-8
Cashflow from financing	2,560	-329	-364	-145	5,910	-471
Net change in cash	-3,756	2,447	1,070	-182	4,358	190
Net cash/(debt) at YS	-3,628	-7,384	-4,937	-3,867	-4,049	309
Ending net cash (debt)	-7,384	-4,937	-3,867	-4,049	309	499
Increase/(decrease) in cash & equivalents	-210	910	46	541	-988	190
(Increase)/decrease in debt	-3,546	1,536	1,025	-723	5,346	0
Normalised OpFCF (est maint CAPEX)	659	545	422	694	926	1,199
FCFE (free cashflow to equity)	-2,770	1,240	410	686	-6,897	661



BALANCE SHEET (Btm)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Cash & equivalent	343	1,254	1,300	1,841	853	1,043
A/C receivable	1,712	2,589	2,043	2,310	2,641	3,019
Inventory	12,876	11,543	11,319	13,245	15,155	16,360
Others	743	818	868	931	1,096	1,083
Total Current Assets	15,674	16,205	15,530	18,327	19,745	21,505
Property and equipment	3,510	1,912	2,238	2,472	2,515	2,538
Investment & associates	58	144	158	132	121	108
Other assets	31	61	180	138	158	181
Total Assets	19,274	18,322	18,106	21,068	22,539	24,332
Short-term debt	1,783	2,848	3,759	3,346	0	109
A/C payable	2,077	1,191	1,375	1,539	1,760	2,014
Other current liabilities	1,412	1,457	2,073	3,627	3,267	3,928
Total Current Liabilities	5,272	5,496	7,207	8,512	5,028	6,050
Long-term debt	5,944	3,343	1,407	2,544	544	435
Other liabilities	929	1,740	1,709	1,667	1,785	1,919
Total liabilities	12,145	10,579	10,323	12,722	7,356	8,405
Share capital	7,368	7,368	6,307	6,307	12,612	12,612
Share premium	-1,069	-1,069	0	0	0	0
Others	0	-2	-4	1	1	1
Translation adjustment	0	0	0	0	0	0
Unrealized loss on investment	0	0	0	0	0	0
Retained earnings	827	1,495	1,567	2,084	2,622	3,375
Total ordinary equity	7,127	7,793	7,870	8,392	15,235	15,987
Preferred equity	0	0	0	0	0	0
Minorities	2	-50	-87	-46	-52	-60
Total equity & minorities	7,128	7,743	7,783	8,346	15,183	15,928
Accumulated depreciation	426	449	574	1,060	1,217	1,393
BV per ordinary share (Y/E, Bt)	4.84	5.25	5.28	5.66	5.15	5.41
Adjusted book value ps (Y/E, Bt)	4.78	5.25	5.28	5.66	6.87	5.41

RATIOS(%)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Growth						
Turnover	83.5	50.9	14.4	19.5	17.7	7.9
EBITDA	65.6	24.8	(7.1)	33.8	18.0	19.4
EBIT	30.5	36.5	(11.4)	29.7	31.2	20.7
Recurring net profit	111.0	(12.4)	(17.2)	72.9	32.6	31.2
EPS	5.7	69.7	(57.2)	75.1	(12.7)	(1.6)
EPS (diluted)	(0.3)	67.6	(57.2)	75.1	(34.5)	31.2
DPS	n.m.	38.2	(38.9)	68.0	(30.3)	31.2
Accounting ratios						
Cash profit margin	32.2	26.1	29.1	30.8	30.5	30.0
Gross profit margin	30.1	24.9	27.8	29.1	29.5	29.0
Operating profit margin	10.0	8.2	6.3	7.1	8.0	9.0
Net profit margin	8.6	9.5	3.6	5.2	5.8	7.1
Turnover/avg total assets (x)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
ROA	3.4	5.0	2.2	3.6	4.3	5.2
ROE	10.1	12.7	5.2	8.8	7.9	7.8
SG&A / turnover	20.1	16.7	21.5	22.0	21.5	20.0
Effective tax rate	10.6	44.5	51.8	37.9	35.0	30.0
Operating performance						
EBITDA margin	13.3	11.0	8.9	10.0	10.0	11.1
EBIT margin	10.5	9.5	7.4	8.0	8.9	10.0
NOPLAT margin (NOPLAT/Turnover)	9.4	5.3	3.6	5.0	5.8	7.0
Asset turnover (Turnover/avg Op assets)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
ROCE (NOPLAT/avg Op assets)	3.9	2.9	2.4	3.7	4.5	5.5
ROCE inc capitalised goodwill	3.9	2.9	2.4	3.7	4.5	5.5

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 Securities Ltd. Head Office: 48/45, 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