FINANSA
Asian Merchant Banking

22 May 2008

Thailand
Property developer

Sansiri Plc. (SIRI)

Company Visit

Recommendation	**BUY**
Share price	**Bt3.62**
Target price	**Bt4.49**
Upside/(Downside)	**24.03%**
Warrant price	**-**
52W range high/low	Bt4.20/Bt2.92
Foreign limit/ownership	39.0%/39.0%
Foreign premium	N/A
SET index	884.19

Company description

ทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เน้นขายโครงการบ้านเดี่ยว คอนโดมิเนียม และทาวน์เฮาส์ อีกทั้งมีรายได้จากการให้เช่าและรับบริหารโครงการ

Mkt cap & volume

Issued shares	1,474 m
Par value	Bt4.28
Warrants	-
Conversion ratio	-
Conversion price	-
Conversion dates	-
Equity market cap	Bt5.34b/US$167.3m
Avg daily vol 3M	Bt24.5m/US$0.77m
Exchange rate	Bt31.89/US$

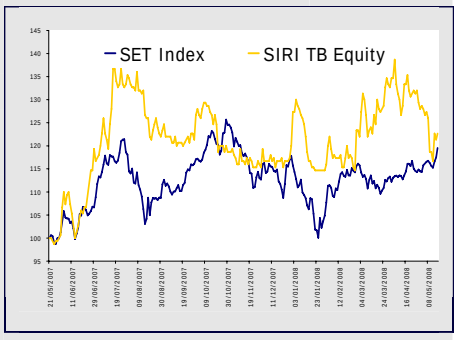
Stock codes

Reuters	SIRI.BK
Bloomberg	SIRI TB

Shareholders

บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	13.8%
TRENDY PLAN INVESTMENTS	12.3%
Free Float	62.9%

Price performance	**1M**	**6M**	**12M**
SIRI (%)	-8	5	21
SET index (%)	5	9	21



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

ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว “ซื้อ” เป้า 4.49 บาท

■ คาด GPM จะค่อยๆ ฟื้น จาก 3 มาตรการรับมือต้นทุนพุ่ง

หลังปัญหาส่วนตัวคลี่คลายไป (จากการรับรู้ค่าเสียหายที่ต้องรื้อชั้น 9 ของ 11 โครงการของ Condo One ไปแล้วรวม 211 ลบ. ใน 1Q08 ซึ่งหากจะมีความเสียหายเพิ่มเติมจากการขอคืนห้องของลูกค้าคาดว่าจะเหลือไม่เกิน 50 ลบ.) SIRI รวมถึงผู้ประกอบการรายอื่นต้องเผชิญกับปัญหาส่วนรวมร่วมกัน คือ ‘การพุ่งขึ้นของต้นทุนค่าก่อสร้าง’ โดยเฉพาะราคาเหล็กที่พุ่งสูงขึ้นเป็น 2 เท่า (จากปลายปี 07 ที่ 19 ⇨ 37 บาท/กก.) ซึ่ง SIRI มีมาตรการรองรับ 3 ข้อด้วยกัน คือ

1) สต๊อกเหล็กไว้แล้ว 6-7 พันตัน เพื่อให้เพียงพอต่อการสร้างบ้านเดี่ยวในปีนี้ (ส่วนคอนโดผู้รับเหมาจะเป็นคนรับผิดชอบเรื่องการจัดหาวัสดุก่อสร้างเองเป็นส่วนใหญ่)
2) ใช้วัสดุสำเร็จรูป(เช่น บันได & พื้นสำเร็จรูป)มากขึ้นสำหรับโครงการขนาดเล็กเพื่อลดต้นทุน
3) ออกแบบแปลนใหม่ให้ใช้วัสดุแบบเดียวกันได้ในหลายๆ โครงการ เพื่อซื้อเป็นล็อตใหญ่จะได้ส่วนลด (discount)

นอกจากนั้นในการโค้ดราคาขายสำหรับโครงการใหม่ๆ ที่ยังไม่ได้ก่อสร้าง จะใช้วิธีบวกกำไรเข้าไปในต้นทุนเพื่อให้ได้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ประมาณ 30% เทียบกับเฉลี่ยเพียง 28% ในปีนี้ (เพราะมีโครงการ Condo One ซึ่งมี GPM ต่ำเพียง 26% เหลืออีก 2.5 พันลบ.ที่จะรับรู้รายได้เข้ามาใน 3Q นี้) ส่งผลให้เราคาดว่า GPM โดยรวมในปีหน้าจะกระเตื้องขึ้นเป็น 29%

■ ปีนี้ตะลุยเปิด 26 โครงการ มูลค่ารวม 2.73 หมื่นลบ.

เราคาดว่ายอด Presales ใน 2Q จะยังน่าประทับใจโดยมี 2 คอนโดในแบรนด์ ‘HIVE’ มูลค่ารวม 1.9 พันลบ. ทำเลใกล้รถไฟฟ้า ที่จะเปิดตัวภายในเดือนนี้ เป็นตัวชูโรง ขณะนี้ SIRI มี Backlog สูงถึง 1.9 หมื่นลบ. ซึ่งคาดรับรู้รายได้ในปีนี้ 1.1 หมื่นลบ. และที่เหลือยกไปปี 09-10

ปีนี้ SIRI มีแผนเปิดโครงการใหม่เพิ่มเป็น 26 โครงการ มูลค่ารวม 2.73 หมื่นลบ. (เดิม 25 โครงการ 2.3 หมื่นลบ.) แบ่งเป็น *คอนโด 13.5 พันลบ.* ทาวน์เฮาส์ 7.3 พันลบ. และบ้านเดี่ยว 6.5 พันลบ. จะเห็นได้ว่ายังเน้นคอนโดเหมือนเดิมเพราะถนัดและขายดี อย่างไรก็ตามเรายังคงประมาณการรายได้และกำไรปีนี้ไว้ที่ 1.56 หมื่นลบ. (+15% YoY โดยมี Backlog รองรับแล้ว 87%) และ 785 ลบ. (+12% YoY) ตามลำดับ ซึ่งการฟื้นตัวจะเกิดขึ้นในช่วง 9 เดือนที่เหลือของปีนี้ที่คาดว่าจะพลิกมามีกำไร 1.04 พันลบ. (vs. ขาดทุน 254 ลบ. ใน 1Q08) เพราะผลของมาตรการภาษีฯที่ช่วยกระตุ้นยอดขายและลด SG&A

■ “ซื้อ” เป้าคงเดิม 4.49 บาท (+24%) เชื่อผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

Year to 31 Dec	2005	2006	2007	2008F	2009F
Turnover (Btm)	9,911	11,339	13,550	15,553	17,221
Growth (%)	*50.9%*	*14.4%*	*19.5%*	*14.8%*	*10.7%*
EBITDA (Btm)	1,090	1,013	1,355	1,381	2,075
Growth (%)	*24.8%*	*-7.1%*	*33.8%*	*1.9%*	*50.2%*
Recurring profit (Btm)	488	404	699	785	1,332
Growth (%)	*-12.4%*	*-17.2%*	*72.9%*	*12.2%*	*69.7%*
FDEPS (Bt)*	0.61	0.27	0.48	0.27	0.45
Growth (%)	*-63.3%*	*-55.3%*	*75.1%*	*-44.6%*	*69.7%*
PE (x)	5.6	12.6	7.2	13.0	7.7
DPS (Bt)	0.22	0.13	0.23	0.13	0.23
Yield (%)	6.4	3.9	6.5	3.8	6.5
BVPS (Bt)	5.25	5.28	5.66	5.10	5.42
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6

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

Please refer to important disclaimer on the back page

Sansiri Plc. (SIRI)
Year to 31 December Consolidated
Last Update 21-May-08

INCOME STATEMENT (Btm)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Turnover	6,569	9,911	11,339	13,550	15,553	17,221
Cost of sales (COGS)	-4,452	-7,326	-8,036	-9,377	-11,042	-12,050
Depreciation and amortisation	-137	-118	-145	-232	-157	-177
Gross Profit	**1,980**	**2,467**	**3,158**	**3,941**	**4,355**	**4,994**
SG&A expenses	-1,322	-1,658	-2,441	-2,984	-2,868	-3,279
Operating profit	**658**	**809**	**716**	**956**	**1,487**	**1,715**
Other operating income	34	135	120	128	-283	168
EBIT	**692**	**944**	**836**	**1,085**	**1,204**	**1,883**
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**	**1,177**	**1,881**
Income tax on company & subsidiaries	-64	-369	-401	-403	-412	-564
Profit after tax	**543**	**461**	**373**	**660**	**765**	**1,317**
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**	**785**	**1,332**
Extraordinary items	7	456	0	9	0	0
Reported net Profit	**564**	**944**	**404**	**708**	**785**	**1,332**
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)	0.37	0.33	0.27	0.47	0.27	0.45
DPS (Bt)	0.16	0.22	0.13	0.23	0.13	0.23
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	1,487	1,715
Other Operating income	78	162	151	167	-263	183
EBIT	736	971	868	1,123	1,224	1,898
Depreciation & amortisation	137	118	145	232	157	177
EBITDA	**873**	**1,090**	**1,013**	**1,355**	**1,381**	**2,075**
Notional cash taxes on ungeared operation	-77	-427	-445	-429	-441	-584
Net change in working capital	-6,967	-431	954	-2,030	-1,639	-1,709
CAPEX	-450	1,480	-471	-465	-200	-200
Operating free cashflow (OpFCF)	**-6,621**	**1,711**	**1,051**	**-1,569**	**-899**	**-418**
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**	**-898**	**-401**
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	-497	646
Residual cashflow (RCF)	**-6,316**	**2,776**	**1,435**	**-37**	**-1,286**	**369**
Dividends	-286	-276	-332	-192	-388	-392
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**	**-400**
Net change in cash	**-3,756**	**2,447**	**1,070**	**-182**	**4,623**	**-31**
Net cash/(debt) at YS	-3,628	-7,384	-4,937	-3,867	-4,049	574
Ending net cash (debt)	**-7,384**	**-4,937**	**-3,867**	**-4,049**	**574**	**544**
Increase/(decrease) in cash & equivalents	-210	910	46	541	-723	-31
(Increase)/decrease in debt	-3,546	1,536	1,025	-723	5,346	0
Normalised OpFCF (est maint CAPEX)	659	545	422	694	784	1,314
FCFE (free cashflow to equity)	-2,770	1,240	410	686	-6,632	369

BALANCE SHEET (Btm)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Cash & equivalent	343	1,254	1,300	1,841	1,118	1,088
A/C receivable	1,712	2,589	2,043	2,310	2,641	3,019
Inventory	12,876	11,543	11,319	13,245	14,775	16,360
Others	743	818	868	931	1,068	1,083
Total Current Assets	**15,674**	**16,205**	**15,530**	**18,327**	**19,602**	**21,549**
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**	**22,396**	**24,377**
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
Unrealiszed loss on investment	0	0	0	0	0	0
Retained earnings	827	1,495	1,567	2,084	2,480	3,419
Total ordinary equity	**7,127**	**7,793**	**7,870**	**8,392**	**15,093**	**16,032**
Preferred equity	0	0	0	0	0	0
Minorities	2	-50	-87	-46	-52	-60
Total equity & minorties	**7,128**	**7,743**	**7,783**	**8,346**	**15,040**	**15,972**
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	5.10	5.42
Adjusted book value ps (Y/E, Bt)	4.78	5.25	5.28	5.66	6.81	5.42

RATIOS(%)	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Growth						
Turnover	83.5	50.9	14.4	19.5	14.8	10.7
EBITDA	65.6	24.8	(7.1)	33.8	1.9	50.2
EBIT	30.5	36.5	(11.4)	29.7	11.0	56.4
Recurring net profit	111.0	(12.4)	(17.2)	72.9	12.2	69.7
EPS	5.7	69.7	(57.2)	75.1	(26.1)	27.3
EPS (diluted)	(0.3)	67.6	(57.2)	75.1	(44.6)	69.7
DPS	n.m.	38.2	(38.9)	68.0	(41.0)	69.7
Accounting ratios						
Cash profit margin	32.2	26.1	29.1	30.8	29.0	30.0
Gross profit margin	30.1	24.9	27.8	29.1	28.0	29.0
Operating profit margin	10.0	8.2	6.3	7.1	9.6	10.0
Net profit margin	8.6	9.5	3.6	5.2	5.0	7.7
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	3.6	5.7
ROE	10.1	12.7	5.2	8.8	6.7	8.6
SG&A / turnover	20.1	16.7	21.5	22.0	18.4	19.0
Effective tax rate	10.6	44.5	51.8	37.9	35.0	30.0
Operating preformance						
EBITDA margin	13.3	11.0	8.9	10.0	8.9	12.0
EBIT margin	10.5	9.5	7.4	8.0	7.7	10.9
NOPLAT margin (NOPLAT/Turnover)	9.4	5.3	3.6	5.0	5.0	7.7
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	3.8	6.0
ROCE inc capitalised goodwill	3.9	2.9	2.4	3.7	3.8	6.0

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: 48/45, 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