

SIRI: Sansiri Pcl

- ▶ เราเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น SIRI ด้วยคำแนะนำ Outperform และราคาเป้าหมายปี 2553 ถึงวิธี DDM ที่ 5.20 บาท เท่ากับ PER ปี 2553 ที่ 5.7 เท่า
- ▶ แม้ปัจจุบัน SIRI จะซื้อขายที่ราคาค่อนข้างต่ำ แต่แผนเพิ่มทุนจำนวนมากจะทำให้เกิด dilution effect ต่อกำไร ราคาหุ้นและผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ แม้ว่าการเพิ่มทุนจะเปิดโอกาสให้ SIRI ขยายกิจการในอนาคต ทั้งนี้เรามองว่าสาเหตุข้างต้นเป็นสาเหตุให้ SIRI ซื้อขายที่ราคาส่วนลด
- ▶ แม้ว่าแบรนด์ที่แข็งแกร่ง คุณภาพสินค้าที่ดี การทำการสำรวจตลาดเชิงลึกและแนวโน้มตลาดที่เอื้อประโยชน์ต่อผู้ประกอบการขนาดใหญ่จะผลักดันให้ผลกำไรในปี 2552 ของ SIRI ทำสถิติสูงสุดที่ 1.52 พันล้านบาทหรือเติบโต 66% YoY แต่ค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่ยังอยู่ในระดับสูงจะหักล้างผลบวกดังกล่าวในเชิงการลงทุน และน่าจะเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ SIRI underperform คู่แข่ง
- ▶ SIRI เผยว่าในอนาคตบริษัทจะเน้นเรื่องการควบคุมค่าใช้จ่าย ซึ่งหาก SIRI ประสบความสำเร็จ นอกจากจะช่วยเพิ่มศักยภาพการทำการกำไรแล้ว ยังจะช่วยลดความกังวลในเรื่องค่าใช้จ่ายทางการตลาด ทั้งนี้บริษัทมีการเสนอแผนเพื่อลดอัตราส่วน SG&A ต่อยอดขายให้สอดคล้องกับช่วงที่มาตรการส่วนลดภาษีของรัฐ (หรือ 4.2%) หมดอายุ และความสำเร็จดังกล่าวคาดว่าจะทำให้อัตราการเติบโตของกำไรในปี 2553 กลายเป็นบวกเทียบกับประมาณการของเราที่ -17% รวมทั้งช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้เราปรับเพิ่มคำแนะนำซึ่งคาดว่าจะเห็นตั้งแต่ 1Q53 เป็นต้นไป

บริษัทที่มีศักยภาพการเติบโตสูง

กำไรแข็งแกร่ง แต่มีปัจจัยลบจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและค่าใช้จ่ายที่สูง

เราคาดว่า SIRI จะรายงานผลกำไรอยู่ในระดับสูงในปี 2552 หรือ 1.52 พันล้านบาท (+66% YoY) ด้วยปัจจัยผลกำไรสุทธิที่เติบโต 10% อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อัตราส่วน SG&A ต่อยอดขายและอัตราภาษีที่ลดลง ขณะที่ปีไม่มีขาดทุนจากรายการพิเศษเหมือนในปี 2551 แต่หากไม่รวมค่าใช้จ่ายพิเศษ SIRI จะมีกำไรเติบโต 11% YoY อย่างไรก็ตาม ยอดขายที่แข็งแกร่งมีปัจจัยสนับสนุนจากอัตราหนี้สินที่อยู่ในระดับสูงและการทุ่มทุนทางการตลาด ดังนั้นแผนการขยายธุรกิจเชิงรุกจึงต้องการเงินทุนอัดฉีดใหม่จำนวนมาก

การเติบโตอย่างสม่ำเสมอไม่เพียงพอ

แนวโน้มที่ดีขึ้นของอุตสาหกรรมจะช่วยให้ SIRI มีกำไรเติบโตสม่ำเสมอแม้จะมีหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับสูง โดยการที่บริษัทจะหันมาให้ความสำคัญกับการควบคุมค่าใช้จ่ายจะช่วยผลักดันการเติบโตเนื่องจากอัตราส่วน SG&A ต่อยอดขายของ SIRI ในปี 2552 คาดอยู่ที่ 15.8% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 10.1% มาก นอกจากนี้ปัจจัยทั้งสองข้างต้น SIRI ยังมีแผนจะเพิ่มทุนอีกเท่าตัวเพื่อให้บริษัทสามารถเก็บเกี่ยวประโยชน์จากกระแสความต้องการที่อยู่อาศัยในปัจจุบันที่หันมาใช้บริการของผู้ประกอบการขนาดใหญ่มากขึ้น แต่แม้ว่าแผนดังกล่าวจะช่วยเพิ่มโอกาสในการเติบโต แต่ตลาดยังอาจกังวลเกี่ยวกับ dilution effect ที่เกิดขึ้น

สถานการณ์ตลาดเอื้อประโยชน์ผู้ประกอบการขนาดใหญ่

เราเชื่อว่าผู้ประกอบการขนาดใหญ่จะได้รับประโยชน์จากสถานการณ์ตลาดในปัจจุบันมากที่สุด เนื่องจากผู้ประกอบการขนาดเล็กยังประสบปัญหาเรื่องการเงินในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลก ขณะที่แบรนด์ที่แข็งแกร่งของผู้เล่นรายใหญ่จะเพิ่มความเชื่อมั่นของผู้ซื้อที่อยู่อาศัย เราจึงเชื่อว่าผู้ประกอบการที่จดทะเบียนในตลาดจะยังสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องและมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น แม้อุตสาหกรรมจะไม่เติบโตมากนัก และในฐานะผู้ประกอบการชั้นนำในตลาดอสังหาริมทรัพย์ SIRI จึงน่าจะเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักๆ หนึ่ง

เริ่มต้นวิเคราะห์ SIRI ด้วยคำแนะนำ Outperform ที่ราคาเป้าหมาย 5.20 บาท

เราเริ่มต้นวิเคราะห์ SIRI ด้วยคำแนะนำ Outperform ที่ราคาเป้าหมายปี 2553 ที่ 5.20 บาทหรือวิธี DDM หรือเท่ากับ PER ปี 2553 ที่ 5.7 เท่า ปัจจุบัน SIRI ซื้อขายที่ PER 4.8 เท่าซึ่งค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ 9.7 เท่า แต่แม้ราคาหุ้นจะถูกกว่าและมีแบรนด์สินค้าที่แข็งแกร่ง เรายังคงมีมุมมองเชิงอนุรักษ์ในระยะสั้นเพราะความเสี่ยงเรื่องการเพิ่มทุน และความสามารถในการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม ในขณะนี้ เรายังมองว่า SIRI เป็นหุ้นที่มีศักยภาพและอาจถูกปรับประมาณการขึ้นมาจากอยู่ในระดับเดียวกับคู่แข่งเมื่อบริษัทมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาสถัดไป

Thailand: Company Focus

28 January 2010

Outperform

Event	Initial coverage
Fair price (Bt)	5.20
Stock price (Bt)	4.40
Upside/Downside (%)	18.2
Valuation approach	DDM
Market Cap (Btbn)	6.5
6M avg. daily value (Btmn)	48.4
Free float (%)	56.0
Warrant (Dilution %)	None
Industry	Property & Construction
Bloomberg/Reuters	SIRI TB / SIRI.BK
CG Score by IOD (2008)	

Pass	Satisfactory	Good	Very Good	Excellent
------	--------------	------	-----------	-----------

Recommendation of local peers

BUY:
SELL:

YE Dec 31	2008	2009E	2010E	2011E
-----------	------	-------	-------	-------

Company Earnings & Financials

EBITDA (Btmn)	2,500	2,769	2,394	2,613
Core Profit (Btmn)	1,462	1,628	1,344	1,507
Core EPS (Bt)	1.0	1.1	0.9	1.0
DPS (Bt)	0.3	0.5	0.4	0.5
Core EPS gr (%)	109.1	11.3	-17.4	12.1
ROE (%)	16.9	17.1	13.0	13.6
Net D/E (x)	0.8	0.7	0.7	0.6

Valuation

Core PER (x)	4.4	4.0	4.8	4.3
Div Yield (%)	6.8	11.3	10.0	11.2
PBV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	5.4	5.0	5.8	5.2

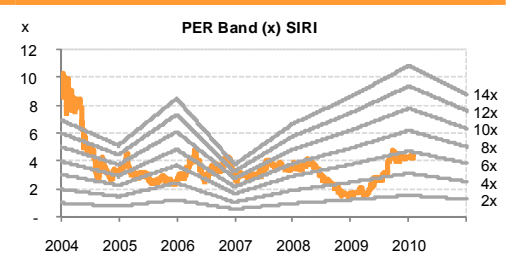
Relative to Consensus [(Company/Consensus)*100]

Core PER (x)	100	77	68	75
Div Yield (%)	100	146	160	150
PBV (x)	100	95	85	83
ROE (%)	100	123	110	117

Relative to Industry [(Company/Industry)*100]

Core PER (x)	24	29	45	42
Div Yield (%)	171	280	203	209
PBV (x)	26	27	29	29
ROE (%)	109	91	62	69

PER Band



Source: KS

Sorapong Jakteerugkul

Sorapong.j@kasikornsecurities.com; +662 696-0034

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable, but their accuracy, completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information known to us then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	Cashflow (Btmn)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Revenue	11,339	13,550	15,037	16,459	17,220	19,336	Net profit	404	708	914	1,521	1,344	1,507
Cost of sales and services	(8,181)	(9,590)	(10,441)	(11,475)	(11,875)	(13,295)	Depreciation & amortization	168	232	217	244	289	294
Gross Profit	3,158	3,960	4,596	4,984	5,345	6,041	Change in working capital	565	(1,465)	(623)	347	(722)	(822)
SG&A	(2,441)	(3,003)	(2,453)	(2,607)	(3,380)	(3,864)	Others	1,024	846	(1,277)	(585)	28	79
Other income	143	176	140	148	140	142	CF from operation activities	2,161	320	(769)	1,527	940	1,058
EBIT	860	1,132	2,283	2,525	2,105	2,319	Capital expenditure	(627)	(207)	125	(1,342)	(393)	(399)
EBITDA	1,028	1,364	2,500	2,769	2,394	2,613	Investment in subs and affiliates	(3)	6	(3)	14	6	16
Interest expense	(86)	(69)	(92)	(97)	(99)	(103)	Others	559	(253)	(467)	639	273	249
Equity earnings	-	-	-	-	-	-	CF from investing activities	(70)	(454)	(345)	(690)	(114)	(134)
EBT	774	1,063	2,192	2,427	2,006	2,216	Cash dividends	(324)	(192)	(339)	(442)	(734)	(649)
Income tax	(401)	(403)	(726)	(798)	(662)	(709)	Net proceeds from debt	(1,639)	753	1,624	96	22	42
NPAT	373	660	1,465	1,629	1,344	1,507	Capital raising	-	-	-	-	-	-
Minority Interest	31	39	(3)	(1)	-	-	Others	(4)	5	-	2	-	-
Core Profit	404	699	1,462	1,628	1,344	1,507	CF from financing activities	(1,967)	567	1,285	(343)	(712)	(606)
Extraordinary items	-	9	(549)	(107)	-	-	Net change in cash	124	433	171	493	114	317
FX gain (loss)	-	-	-	-	-	-	Key Statistics & Ratio						
Reported net profit	404	708	914	1,521	1,344	1,507	Per share (Bt)						
Balance Sheet (Btmn)							Reported EPS	0.27	0.48	0.62	1.03	0.91	1.02
Cash & equivalents	1,423	1,859	2,040	2,535	2,652	2,978	Core EPS	0.27	0.47	0.99	1.10	0.91	1.02
Accounts receivable	1,947	2,295	2,220	3,045	3,186	3,577	DPS	0.13	0.23	0.30	0.50	0.44	0.49
Inventories	11,939	14,100	16,603	16,464	17,240	18,215	BV	5.28	5.66	6.08	6.81	7.22	7.81
Total current assets	15,314	18,291	20,897	22,083	23,118	24,813	EV	5.94	2.27	3.00	3.11	3.09	3.03
Investment in subs & others	301	316	506	586	579	605	Free Cash Flow	1.26	0.58	(0.04)	0.95	0.54	0.62
Fixed assets-net	2,432	2,407	2,065	2,330	2,165	1,988	Valuation analysis						
Total assets	18,097	21,032	23,492	25,023	25,888	27,435	Reported P/E (X)	16.04	9.16	7.10	4.26	4.82	4.30
Short-term debt	4,494	4,204	4,759	6,403	6,403	6,403	Core P/E (X)	16.04	9.27	4.43	3.98	4.82	4.30
Accounts payable	632	645	803	864	904	1,015	P/BV (X)	0.83	0.78	0.72	0.65	0.61	0.56
Total current liabilities	7,198	8,476	8,665	10,644	10,840	11,385	EV / EBITDA (X)	8.95	7.48	5.38	5.03	5.77	5.18
Long-term debt	1,417	2,549	4,261	3,562	3,584	3,626	Price / Cashflow (X)	4.19	(4.17)	(5.69)	5.69	8.58	11.87
Total liabilities	10,314	12,686	14,537	14,988	15,242	15,930	Dividend yield (%)	2.95	5.23	6.82	11.32	10.00	11.21
Paid up capital	6,307	6,307	6,307	6,307	6,307	6,307	Profitability ratio						
Share premium	-	-	-	-	-	-	Gross margin (%)	27.90	28.78	30.11	30.69	31.25	31.45
Retained earnings	1,450	1,931	2,460	3,462	4,005	4,789	EBITDA margin (%)	9.07	10.07	16.63	16.82	13.90	13.52
Minority interests	(87)	(46)	(9)	(6)	(6)	(6)	EBIT margin (%)	7.58	8.36	15.18	15.34	12.22	11.99
Total shareholders' equity	7,783	8,346	8,955	10,036	10,646	11,505	Net profit margin (%)	3.57	5.22	6.08	9.24	7.81	7.79
Total equity & liabilities	18,097	21,032	23,492	25,023	25,888	27,435	Core ROA (%)	2.22	3.57	6.57	6.71	5.28	5.65
Key Assumptions							Core ROE (%)	5.21	8.67	16.90	17.14	13.00	13.61
Pre-sales							Liquidity ratio						
- Single-detached houses	7,433	5,439	4,877	4,960	8,375	9,950	Current ratio (X)	2.13	2.16	2.41	2.07	2.13	2.18
- Townhouses	2,666	1,923	894	2,725	3,000	2,752	Quick ratio (X)	0.47	0.49	0.50	0.53	0.54	0.58
- Condominiums	6,084	10,090	4,668	6,325	6,858	9,826	Leverage Ratio						
Sales revenue							D/E ratio (X)	1.33	1.52	1.62	1.49	1.43	1.38
- Single-detached houses	5,810	6,850	5,762	5,036	6,438	8,990	Net debt/EBITDA (X)	4.37	3.59	2.79	2.68	3.06	2.70
- Townhouses	1,755	2,436	1,986	1,971	3,517	3,153	Net debt/equity	0.58	0.59	0.78	0.74	0.69	0.61
- Condominiums	3,286	3,607	6,641	8,746	6,450	6,350	Int. coverage ratio (X)	10.03	16.36	24.88	25.91	21.34	22.55
Blended gross margin	27.90	28.78	30.11	30.69	31.25	31.45	Growth						
SG&A to sales	21.53	22.17	16.31	15.84	19.63	19.98	Revenue (%)	14.40	19.50	10.98	9.45	4.62	12.29
							EBITDA (%)	(6.59)	32.69	83.28	10.73	(13.53)	9.16
							Reported net profit (%)	(55.26)	75.12	29.05	66.45	(11.60)	12.11
							Reported EPS (%)	(55.26)	75.12	29.05	66.45	(11.60)	12.11
							Core profit (%)	(17.18)	72.94	109.13	11.31	(17.41)	12.11
							Core EPS (%)	(17.18)	72.94	109.13	11.31	(17.41)	12.11

Source: KS