

## เสวนาสีริ

Property  
(Residential)  
Neutral

### ความเสี่ยงด้านกระแสเงินสดลดลง ในปี

**แนวโน้มการลงทุน:** ได้ปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ SIRI จาก "ขาย" มาเป็น "ถือ" และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2552 เป็น 2.00 บาทจากเดิมที่ 1.80 บาท ที่เป้าหมาย PER เดิม 4 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่า PER เฉลี่ยในอดีตของ SIRI ที่ 7 เท่าและต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 6.9 เท่า valuation ที่ให้ต่ำกว่าอุตสาหกรรมเนื่องจากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรต่ำกว่าบริษัทคู่แข่ง ทั้งนี้เราปรับคำแนะนำเพิ่มเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของบริษัทในปี 2552 ลดลง เนื่องจาก 60% ของกระแสเงินสดรับปี 2552 ค่อนข้างรับรู้แน่นอนแล้ว บวกกับงบจ่ายลงทุนลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแม้ว่าเราประมาณการกำไรลดลง 21% ในปีนี้ แต่พบว่าประมาณการรายได้ของเราค่อนข้างแน่นอนเนื่องจากยอดขายของ SIRI รับรู้แน่นอนที่ 86% ในปีนี้และ 29% ในปี 2553

**ปรับเพิ่มประมาณการกำไร:** เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 33% เป็น 812 ล้านบาทในปี 2552 และเพิ่มขึ้น 39% เป็น 852 ล้านบาทในปี 2553 เนื่องจากผลประกอบการปี 2551 สูงกว่าประมาณการของเรา ปีจจัยหลักจากอัตรากำไรขึ้นต้นดีกว่าคาด ทั้งนี้ประมาณการของเราค่อนข้างอนุรักษ์นิยมกว่าเป้าหมายของ SIRI เองมาก (เราคาดการณ์เป้าหมายรายได้ต่ำกว่าบริษัทอยู่ 20% และคาดว่าอัตรากำไรจะลดลง 130 bps จากปีก่อนมาอยู่ที่ 29% ขณะที่บริษัทคาดการณ์ที่ 30%)

**ความเสี่ยงต่อกระแสเงินสดลดลงในปี 2552:** ความกังวลเกี่ยวกับกระแสเงินสดลดลง เนื่องจากงบจ่ายลงทุนลดลงเป็น 8.5 พันล้านบาทในปี 2552 จากเดิมที่ 12 พันล้านบาทในปี 2551 ส่งผลให้มีกระแสเงินสดรับใกล้เคียงกับกระแสเงินสดออก ที่ดินที่วางแผนจะเปิดตัวในปี 2552 ทั้ง 16 โครงการ (มูลค่า 20 พันล้านบาท เป็นโครงการแนวราบ 13 โครงการและโครงการคอยโด 3 โครงการ) ได้เข้าซื้อทั้งหมดแล้ว สำหรับสัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิอยู่ที่ 0.79 เท่า ณ สิ้นปี 2551 จากเดิมที่ 0.88 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย. และบริษัทมีเงินสดในมือที่ 2 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2551

**คาดผลประกอบการดีในไตรมาส 2-3/52:** ยอดจองซื้อจากต้นปีถึงปัจจุบันอยู่ที่ 4.9 พันล้านบาท สูงกว่ายอดจองซื้อในไตรมาส 1/51 ที่ 4.7 พันล้านบาท กระแสตอบรับต่อการเปิดตัวโครงการคอนโดคอนข้างดี ที่อัตราการซื้อ 43% สำหรับโครงการควอดโตรโดยเสวนาสีริ (มูลค่า 4.6 พันล้านบาท) และอัตราการซื้อ 70% สำหรับโครงการเดอะ เวอร์ดีคอลล อารี (มูลค่า 1.1 ล้านบาท) เราคาดการณ์ว่าบริษัทจะมีกำไรในไตรมาส 1/52 (เทียบกับ SIRI รายงานผลขาดทุนในไตรมาส 1/51) ซึ่งคาดว่ากำไรจะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2 และไตรมาส 3

## BUALUANG RESEARCH

นฤมล เอกสมุทร  
narumon.e@bualuang.co.th  
+662 618 1345

### ถือ (upgraded)

ราคาเป้าหมาย: Bt2.00  
ราคา (23/03/09): Bt1.69  
SIRI TB / SIRI.BK

#### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt2.49bn
12-mth price range	Bt1.46/Bt4.16
3-mth avg daily volume	Bt7.59m
# of shares (m)	1,473.6
Est. free float (%)	63

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.5)	9.5	(10.5)
Absolute	(8.6)	10.5	(56.2)

#### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2008	2009E	2010E	2011E
Revenues (Btm)	15,037	13,790	14,434	15,146
Net profit (Btm)	914	812	852	892
EPS (Bt)	0.62	0.55	0.58	0.61
BLS/Consensus (x)	0.96	1.01	1.10	1.15
EPS growth (%)	+29.1%	-11.1%	+5.0%	+4.7%
Core profit (Btm)	1,033	812	852	892
Core EPS (Bt)	0.70	0.55	0.58	0.61
Core EPS growth (%)	+47.8%	-21.4%	+5.0%	+4.7%
PER (x)	2.7	3.1	2.9	2.8
Core PER (x)	2.4	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	4.9	6.4	7.1	6.9
PBV (x)	0.3	0.3	0.3	0.2
Dividend (Bt)	0.30	0.26	0.28	0.29
Dividend yield (%)	17.8	15.6	16.4	17.2
ROE (%)	10.5	8.9	8.9	8.9
Net gearing (x)	0.8	0.7	0.7	0.6

CG Rating - 2008



#### Company profile

SIRI builds SDHs, THs and condos on a presales model. The company focuses on the upper-mid to high-end of the market. It currently has 62 active projects with Bt19bn available for sale. The firm's FY08 top-line ranked second in the sector. However, SIRI's profitability ratio is weak compared to the top-five developers.

**Figure 1: Cash flow analysis**

Btm	Base	Bear	Bull
<b>Beginning Cash</b>	1,976	1,976	1,976
<b>Cash Inflow</b>			
Recurring income	326	326	326
Backlog end-2008	1,760	1,760	1,760
New sales in 2009	2,742	2,566	2,916
-SDH and TH	1,577	1,401	1,751
-Condo	1,165	1,165	1,165
<b>Total Cash Inflow</b>	<b>6,804</b>	<b>6,628</b>	<b>6,978</b>
<b>Cash Outflow</b>			
SG&A and tax	3,290	3,290	3,290
Construction CAPEX	2,573	2,573	2,573
Interest expense	697	697	697
<b>Total Cash Outflow</b>	<b>6,560</b>	<b>6,560</b>	<b>6,560</b>
<b>Net Cash Flow (Inflow)</b>	<b>244</b>	<b>68</b>	<b>418</b>

60% of F09  
Cash Inflow is secured

Base: Low-rise new sale in 2009 is 10% contraction YoY

Bear: Low-rise new sale in 2009 is 20% contraction YoY

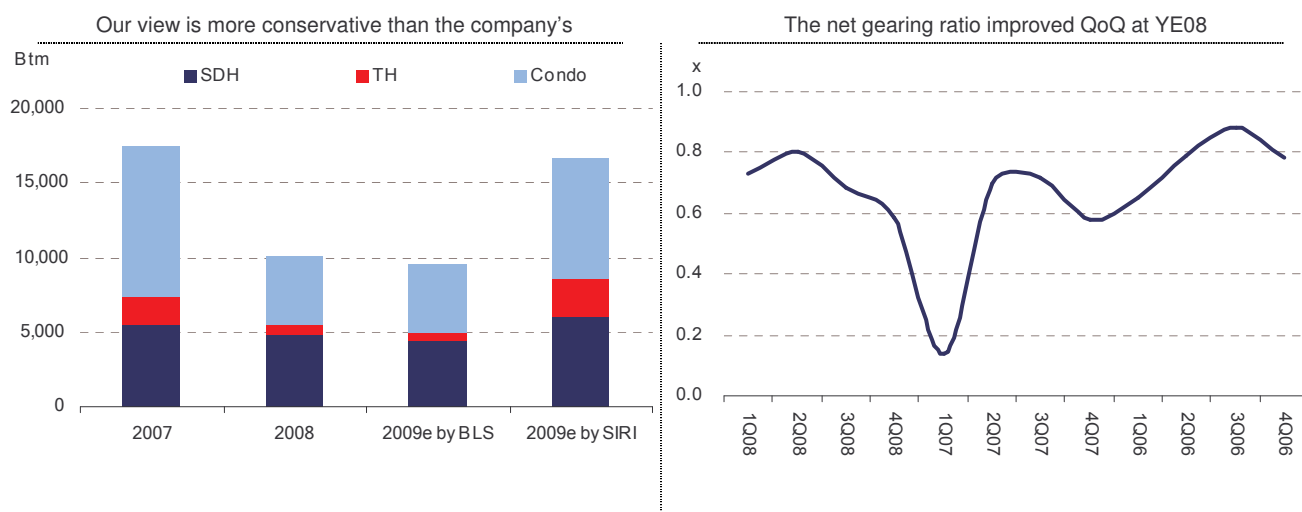
Bull: Low-rise new sale in 2009 is flat YoY

Key assumption:

- 1) 80% of new sale in FY09 to be transference
- 2) 60% bank repayment
- 3) 10% down payment for low-rises and 25% for condo
- 4) Flat condo presale YoY in 2009

Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 2: Presales and balance sheet**



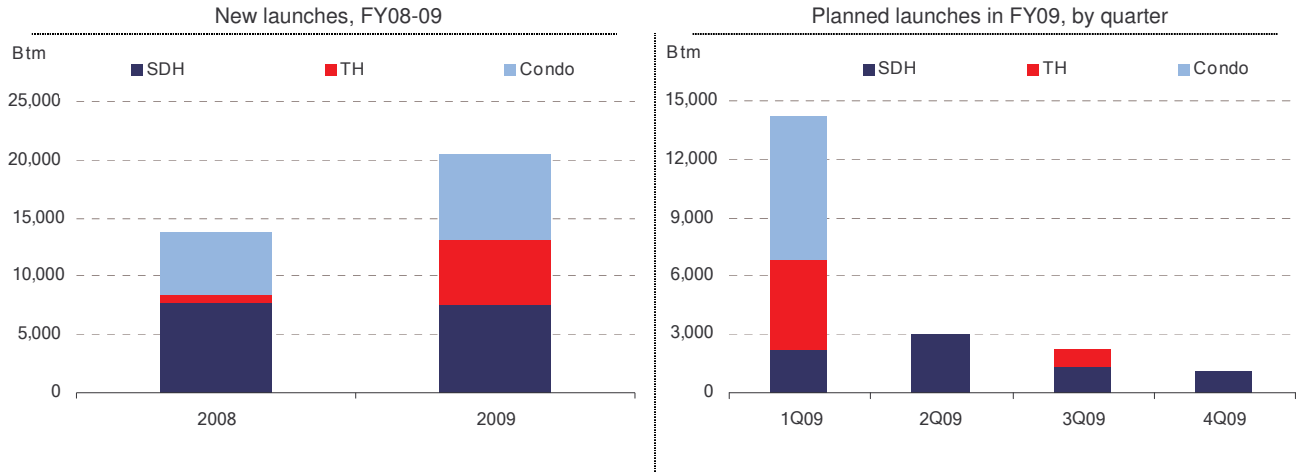
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 3: Earning upward revisions**

Btm	2009e			2010e		
	Previous	Current	Chg.	Previous	Current	Chg.
Core prpfit	611	812	33%	614	852	39%
EPS (Bt)	0.41	0.55	33%	0.42	0.58	39%
DPS(Bt)	0.20	0.26	33%	0.20	0.28	38%
Dividend yield	12.1%	16.1%	4.0%	12.2%	16.9%	4.7%
Total revenue	13,215	13,790	4%	14,019	14,434	3%
Gross margin	27.6%	29.3%	1.8%	27.0%	29.4%	2.4%
Net margin	4.6%	5.9%	1.3%	4.4%	5.9%	1.5%
SG&A/Sale	22.1%	20.5%	-1.6%	21.8%	21.1%	-0.7%

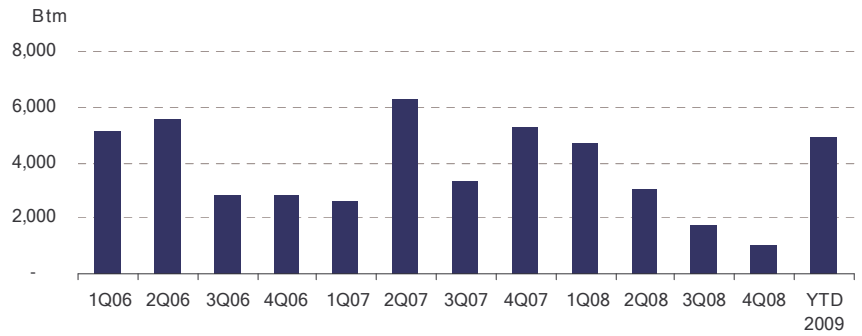
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 4: Aggressive FY09 launch schedule**



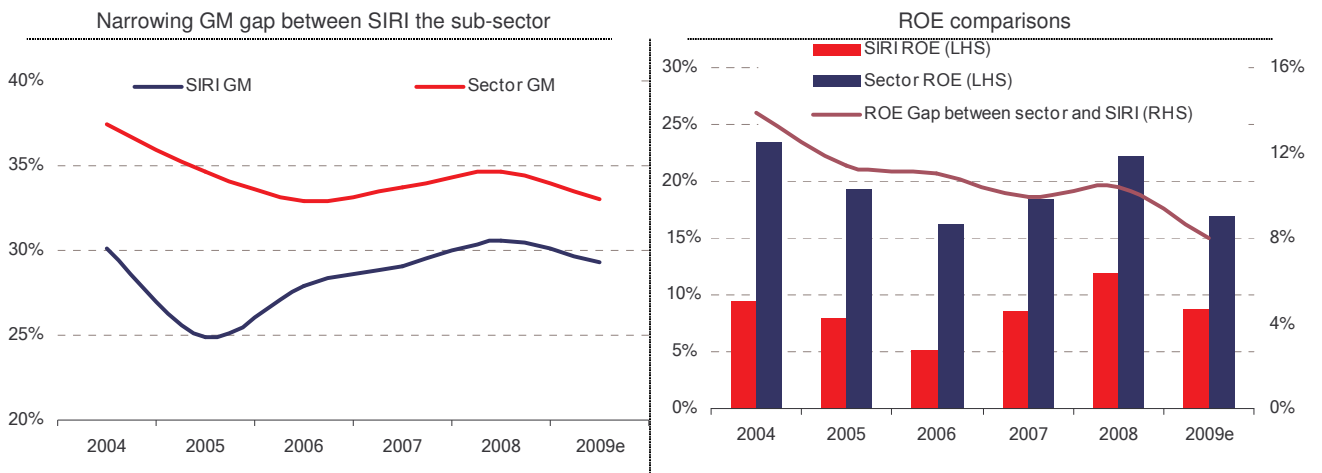
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 5: 1Q09 presales have been good, QTD**



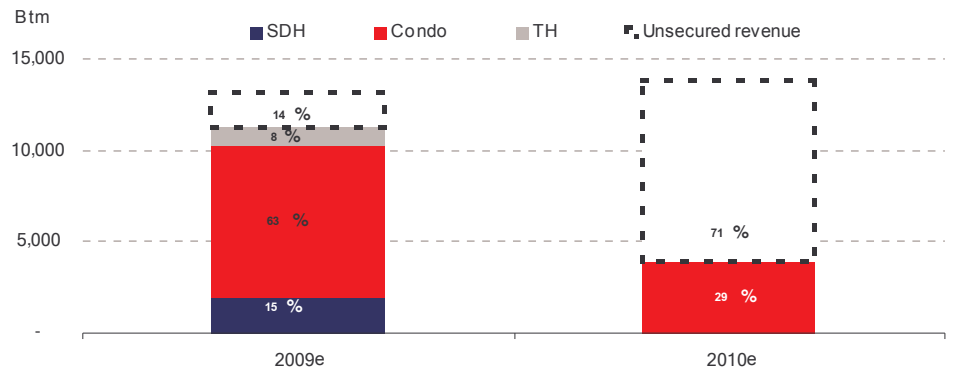
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 6: SIRI has low profitably ratio but improving**



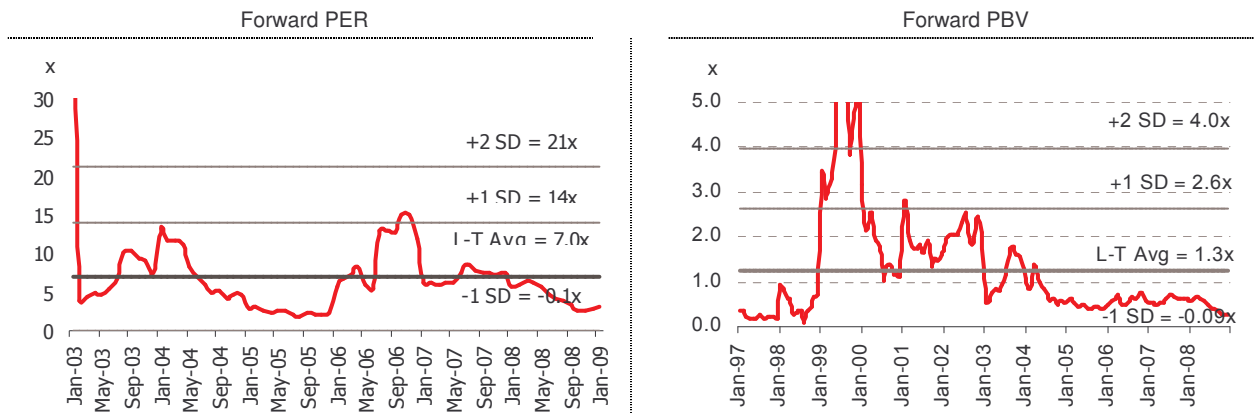
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 7: Revenue secured by backlog at March, 16, 2009



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 8: Low side valuations



Sources: SETSMART, Company data, Bualuang Research

## Financial tables

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	13,549	15,037	13,790	14,434	15,146
Cost of sales and services	(9,609)	(10,441)	(9,748)	(10,190)	(10,692)
<b>Gross profit</b>	<b>3,940</b>	<b>4,596</b>	<b>4,042</b>	<b>4,244</b>	<b>4,454</b>
SG&A	(2,984)	(2,882)	(2,820)	(3,046)	(3,198)
<b>EBIT</b>	<b>956</b>	<b>1,714</b>	<b>1,222</b>	<b>1,198</b>	<b>1,256</b>
Interest expense	(69)	(92)	(108)	(116)	(118)
Other income/exp.	177	140	140	140	140
<b>EBT</b>	<b>1,063</b>	<b>1,763</b>	<b>1,254</b>	<b>1,222</b>	<b>1,278</b>
Corporate tax	(403)	(726)	(439)	(367)	(384)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>660</b>	<b>1,037</b>	<b>815</b>	<b>855</b>	<b>895</b>
Minority interest	39	(3)	(3)	(3)	(3)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	1
Extra items	9	(120)	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>708</b>	<b>914</b>	<b>812</b>	<b>852</b>	<b>892</b>
Reported EPS	0.48	0.62	0.55	0.58	0.61
Fully diluted EPS	0.48	0.62	0.55	0.58	0.61
<b>Core net profit</b>	<b>699</b>	<b>1,033</b>	<b>812</b>	<b>852</b>	<b>892</b>
Core EPS	0.47	0.70	0.55	0.58	0.61
<b>EBITDA</b>	<b>1,188</b>	<b>1,931</b>	<b>1,371</b>	<b>1,260</b>	<b>1,237</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	19.5	11.0	(8.3)	4.7	4.9
Gross margin (%)	29.1	30.6	29.3	29.4	29.4
EBITDA margin (%)	8.8	12.8	9.9	8.7	8.2
Operating margin (%)	7.1	11.4	8.9	8.3	8.3
Net margin (%)	5.2	6.1	5.9	5.9	5.9
Core profit margin (%)	5.2	6.9	5.9	5.9	5.9
ROA (%)	3.6	4.1	3.6	3.9	3.9
ROCE (%)	4.9	5.5	4.7	5.1	5.2
Asset turnover (x)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
Current ratio (x)	2.2	2.4	2.7	2.8	2.9
Gearing ratio (x)	0.8	1.0	0.7	0.7	0.7
Interest coverage (x)	13.8	18.7	11.3	10.3	10.6
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>1,841</b>	<b>2,017</b>	<b>621</b>	<b>680</b>	<b>1,144</b>
Accounts receivable	2,295	2,220	2,103	2,205	2,318
Inventory	13,245	15,518	15,311	16,034	16,344
PP&E-net	656	543	475	197	-61
Other assets	3,031	3,195	3,195	3,195	3,196
<b>Total assets</b>	<b>21,068</b>	<b>23,492</b>	<b>21,704</b>	<b>22,310</b>	<b>22,941</b>
Accounts payable	645	803	750	784	822
ST debts & current portion	4,109	4,755	3,348	3,348	3,348
Long-term debt	2,544	4,259	3,593	3,745	3,897
Other liabilities	5,424	4,721	4,689	4,645	4,602
<b>Total liabilities</b>	<b>12,722</b>	<b>14,537</b>	<b>12,379</b>	<b>12,522</b>	<b>12,669</b>
Paid-up capital	6,307	6,307	6,307	6,307	6,307
Share premium	1	-2	-2	-2	-2
Retained earnings	2,084	2,658	3,028	3,492	3,976
<b>Shareholders equity</b>	<b>8,392</b>	<b>8,963</b>	<b>9,333</b>	<b>9,797</b>	<b>10,281</b>
Minority interests	-46	-9	-9	-9	-9
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>21,068</b>	<b>23,492</b>	<b>21,704</b>	<b>22,310</b>	<b>22,942</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	708	914	812	852	892
Depreciation and amortization	232	217	149	62	-19
Change in working capital	(9,719)	(12,682)	227	(834)	(428)
FX, non-cash adjustment & others	8,977	10,782	12	(0)	(1)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>198</b>	<b>-769</b>	<b>1,200</b>	<b>80</b>	<b>444</b>
Capex (Invest)/Divest	(337)	(345)	(81)	215	276
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(337)</b>	<b>(345)</b>	<b>(81)</b>	<b>215</b>	<b>276</b>
Debt financing (repayment)	1,262	2,271	(2,073)	152	152
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(192)	(339)	(442)	(389)	(408)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>572</b>	<b>1,285</b>	<b>(2,515)</b>	<b>(237)</b>	<b>(256)</b>
Net change in cash	433	170	(1,395)	59	465
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(139)</b>	<b>(1,115)</b>	<b>1,119</b>	<b>295</b>	<b>721</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(0.09)</b>	<b>(0.76)</b>	<b>0.76</b>	<b>0.20</b>	<b>0.49</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

## Financial tables

<b>QUARTERLY PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>	<b>4Q07</b>	<b>1Q08</b>	<b>2Q08</b>	<b>3Q08</b>	<b>4Q08</b>
Revenue	4,951	2,548	3,328	4,193	4,968
Cost of sales and services	(3,417)	(1,898)	(2,366)	(2,885)	(3,292)
<b>Gross profit</b>	<b>1,534</b>	<b>650</b>	<b>962</b>	<b>1,308</b>	<b>1,676</b>
SG&A	(987)	(891)	(636)	(582)	(773)
<b>EBIT</b>	<b>547</b>	<b>(241)</b>	<b>326</b>	<b>726</b>	<b>903</b>
Interest expense	(24)	(8)	(26)	(13)	(44)
Other income/exp.	72	30	45	23	42
<b>EBT</b>	<b>595</b>	<b>(219)</b>	<b>345</b>	<b>737</b>	<b>901</b>
Corporate tax	(171)	(60)	(145)	(202)	(319)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>424</b>	<b>(279)</b>	<b>200</b>	<b>535</b>	<b>581</b>
Minority interest	27	0	0	(7)	4
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	40	0	0	(16)	(103)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>491</b>	<b>(279)</b>	<b>200</b>	<b>511</b>	<b>482</b>
Reported EPS	0.33	(0.19)	0.14	0.35	0.33
Fully diluted EPS	0.33	(0.19)	0.14	0.35	0.33
<b>Core net profit</b>	<b>451</b>	<b>(279)</b>	<b>200</b>	<b>528</b>	<b>585</b>
Core EPS	0.31	(0.19)	0.14	0.36	0.40
<b>EBITDA</b>	<b>695</b>	<b>(159)</b>	<b>419</b>	<b>805</b>	<b>1,007</b>
<b>KEY RATIOS</b>	<b>4Q07</b>	<b>1Q08</b>	<b>2Q08</b>	<b>3Q08</b>	<b>4Q08</b>
Gross margin (%)	31.0	25.5	28.9	31.2	33.7
EBITDA margin (%)	14.0	(6.2)	12.6	19.2	20.3
Operating margin (%)	11.0	(9.5)	9.8	17.3	18.2
Net margin (%)	9.9	(11.0)	6.0	12.2	9.7
Core profit margin (%)	9.1	(11.0)	6.0	12.6	11.8
BV (Bt)	5.66	5.49	5.39	5.75	6.08
ROE (%)	23.4	(13.7)	10.0	24.1	21.5
ROA (%)	9.3	(5.2)	3.6	8.9	8.2
Current ratio (x)	2.2	2.0	2.1	2.0	2.4
Gearing ratio (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
Interest coverage (x)	23.1	n.m.	12.5	54.8	20.3
<b>QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)</b>	<b>4Q07</b>	<b>1Q08</b>	<b>2Q08</b>	<b>3Q08</b>	<b>4Q08</b>
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>1,841</b>	<b>2,138</b>	<b>1,737</b>	<b>1,365</b>	<b>2,017</b>
Accounts receivable	2,295	2,018	1,925	2,375	2,220
Inventory	13,245	14,070	14,612	15,303	15,518
PP&E-net	2,171	2,055	1,966	1,941	2,065
Other assets	1,516	1,365	1,810	2,075	1,672
<b>Total assets</b>	<b>21,068</b>	<b>21,646</b>	<b>22,051</b>	<b>23,059</b>	<b>23,492</b>
Accounts payable	645	700	681	808	803
ST debts & current portion	768	687	961	632	716
Long-term debt	6,784	7,585	7,887	9,014	9,197
Other liabilities	4,525	4,587	4,575	4,128	3,821
<b>Total liabilities</b>	<b>12,722</b>	<b>13,559</b>	<b>14,105</b>	<b>14,582</b>	<b>14,537</b>
Paid-up capital	6,307	6,307	6,307	6,307	6,307
Share premium	(4)	(4)	0	(2)	2
Retained earnings	2,084	1,830	1,670	2,181	2,658
<b>Shareholders equity</b>	<b>8,392</b>	<b>8,139</b>	<b>7,977</b>	<b>8,487</b>	<b>8,963</b>
Minority interests	(46)	(52)	(31)	(9)	(9)
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>21,068</b>	<b>21,646</b>	<b>22,051</b>	<b>23,060</b>	<b>23,492</b>

Sources: Company data, Bualuang Research

## BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

### Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.