

COMPANY REPORT

27 สิงหาคม 2553

Sector: Property

ราคาปิด 5.70 บาท

SANSIRI PCL(SIRI)

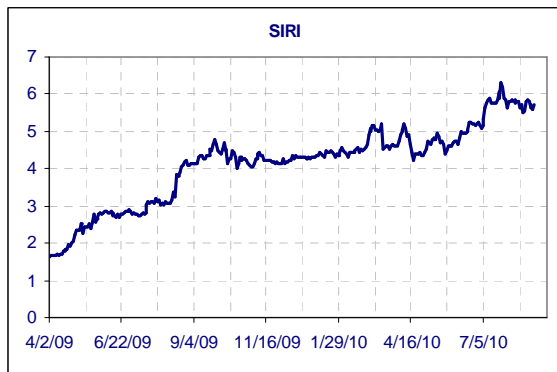
“ถือ” ราคาเป้าหมายปี 53 = 5.60 บาท

EARNINGS FORECAST					
Year to Dec	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
Norm. profit (Btm)	699	1,462	1,901	1,578	1,890
Net profit (Btm)	708	914	1,608	1,477	1,890
EPS (Bt)	0.49	0.57	1.29	0.80	0.96
EPS Growth %	77.4	16.6	127.5	-38.0	19.8
PER (x)	11.7	10.1	4.4	7.1	6.0
DPS (Bt)	0.23	0.28	0.52	0.40	0.48
Yield (%)	4.0	5.0	9.1	7.0	8.4
BV (Bt)	5.7	3.5	6.9	8.7	9.2
P/BV (x)	1.0	1.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	9.8	6.6	4.6	9.4	8.4

Source: Company Report and Globlex Securities Estimates

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	886.10
Market Cap.	Bt8,448bn
Total Shares	1,482.09 m common share Par Bt4.28
Major Shareholders as of Apr 1, 2010	
กลุ่มนายเศรษฐา ทวีสิน	24.11 %
UOB Kay Hian Private Limited	8.76 %
Chase Nominees Limited 42	7.63 %

Source: Set Smart



Source: Set Smart

Quarterly performance (Btm)	2Q10	1Q10	%yoy	1Q10	%qoq	1H10	1H09	%total
Sales	4,152	4,293	-3%	4,087	2%	8,445	6,520	30%
Cost of sales	2,891	2,993	-3%	2,827	2%	5,883	4,653	26%
Selling & admin exp.	739	622	19%	622	19%	1,361	1,045	30%
Interest exp.	63	53	19%	53	19%	116	42	172%
Taxes	159	232	-32%	232	-32%	391	268	46%
Norm. profits	293	386	-24%	339	-13%	679	523	30%
Net profits	239	339	-29%	339	-29%	578	506	14%

Source: Financial Statement and Globlex estimated

Analyst: **Wilasinee Boonmasungsong**
 02 672-5999 x 5937
 wilasinee@globlexsecurities.com

Corporate Governance Rating 2009



การเติบโตของกำไรต่อหุ้นถูกกดดันจาก Dilution Effect

แม้กำไรสุทธิในช่วง 2Q53 จะแผ่วลงเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสที่แล้ว แต่กำไรสุทธิสำหรับงวด 6 เดือนแรกของปียังเติบโตได้ 14% YoY ขณะที่ราคาปิดกำไรปกติทั้งปี 53 ราว 1,578 ล้านบาทซึ่งลดลง 17% YoY ทั้งนี้ การเติบโตของกำไรต่อหุ้นถูกกดดันจากแผนเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง ขณะที่ราคาปิดล่าสุดถือว่าเต็มมูลค่าจากราคาเหมาะสมปี 53 ที่ 5.60 บาท อย่างไรก็ดี อัตราผลตอบแทนเงินปันผลในระดับสูงราว 7-8% ต่อปีทำให้เรายังคงแนะนำ “ถือ”

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- **กำไรสุทธิ 2Q53** แผ่วลงแต่ช่วงครึ่งแรกของปีเพิ่มขึ้น 14% : SIRI มีกำไรสุทธิในช่วง 2Q53 ที่ 239 ล้านบาทซึ่งลดลง 38% YoY และ 29% QoQ แม้มียอดขายรวมที่ 4,152 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 15% YoY และ 2% QoQ และอัตรากำไรขั้นต้นจากโครงการเพื่อขายปรับดีขึ้นแต่ขาดทุนในธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจท่องเที่ยว อาทิ โครงการเพื่อเช่าธุรกิจโรงแรม ธุรกิจสปา การกลับมาจำหน่ายธุรกิจเฉพาะทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อยอดขายรวมเพิ่มขึ้นเป็น 17.8% จาก 14.5% ใน 1Q53 และ 15.3% ใน 2Q52 สำหรับงวดครึ่งแรกของปี 53 มีกำไรสุทธิ 578 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 14% YoY ทั้งนี้ อัตรากำไรสุทธิที่ 8% ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ระดับ 12%
- **ยอดขายรออนที่แข็งแกร่งแสดงถึงศักยภาพในการเติบโตต่อเนื่องของรายได้ในอนาคต** : ยอดขาย presale จนถึงกลางเดือนส.ค.ทำได้แล้ว 1.16 หมื่นล้านบาทคิดเป็น 53% ของเป้าทั้งปีที่ 2.2 หมื่นล้านบาทส่งผลให้ยอดขายรออน (backlog) จนถึงกลางเดือนส.ค.อยู่ที่ 1.45 หมื่นล้านบาทซึ่งมีกำหนดโอนภายในปีนี้ราว 4.3 พันล้านบาทที่เหลืออีกราว 1 หมื่นล้านบาทจะทยอยโอนในปี 54-56 ทั้งนี้ยอดขายรออนมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงจากแผนเปิดขายโครงการใหม่ใน 2H53 รวม 22 โครงการเทียบกับที่เปิดใหม่เพียง 4 โครงการใน 1H53 โดยมีแบรนด์ใหม่ “V Village” สำหรับทาวน์เฮาส์และ “d condo” สำหรับคอนโดเนียม-BOI ซึ่งมีระดับราคาประมาณ 1 ล้านบาทเพื่อเจาะกลุ่มลูกค้าระดับกลาง-ล่าง
- **คงประมาณการสำหรับปี 53 ตามเดิม** : แม้กำไรสุทธิในช่วง 2Q53 ที่ 239 ล้านบาทคิดเป็น 43% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 53 ที่ 1,578 ล้านบาทและเรายังคงประมาณการตามเดิม โดยประมาณการยอดขายทั้งปีที่ 1.83 หมื่นล้านบาทมี backlog รองรับแล้ว 70% และเราคาดว่าผลประกอบการในครึ่งปีหลังน่าจะดีกว่าครึ่งปีแรกเนื่องจากเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นและมีปัจจัยสนับสนุนจากการเปิดขายโครงการใหม่ที่มุ่งเจาะตลาดระดับกลาง-ล่างมากขึ้น
- **Dilution effect** จากการเพิ่มทุนกดดันการเติบโตของกำไรต่อหุ้น : บริษัทได้ปรับลดแผนขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงจาก 1,398 ล้านหุ้นเหลือ 500 ล้านหุ้นหลังจากหันมาระดมเงินจากการออกหุ้นแทน โดยมีเงื่อนไขเดิมว่าราคาหุ้นต้องขึ้นเหนือราคาพาร์ 4.28 บาท แม้จะทำให้ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทเพิ่มขึ้นแต่ก็ทำให้แรงกดดันจาก dilution effect ลดลง ทั้งนี้ผู้บริหารคาดว่าจะเพิ่มทุนได้สำเร็จราวกลาง 4Q53 ซึ่งทำให้เราคาดว่าจะผลของ dilution effect จะทำให้อัตรากำไรต่อหุ้นปี 53 หดตัวราว 38%
- **คงคำแนะนำ “ถือ” ราคาเหมาะสม 5.60 บาทสำหรับปี 53** : ประเด็นเรื่องเพิ่มทุนที่ยังมีอยู่(หมดอายุเดือน.ม.ย.54)ทำให้การเติบโตของกำไรต่อหุ้นมีความเสี่ยงจาก dilution effect ขณะที่ราคาปิดล่าสุดใกล้เคียงกับราคาเหมาะสมปี 53 ที่ 5.60 บาทซึ่งอิง Prospect PER ที่ระดับ 7 เท่า อย่างไรก็ดี การถือหุ้นระยะยาวมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงราว 7-8% ทำให้เรายังคงแนะนำ “ถือ” สำหรับรอรับเงินปันผล

Financial Highlight					
Balance Sheet (Btm)	07A	08A	09A	10F	11F
Cash	1,805	1,976	3,402	1,802	1,803
Receivables	2,295	2,220	3,595	3,795	4,198
Inventory	13,245	15,518	13,566	13,604	14,143
Current assets	18,327	20,897	21,635	20,943	21,707
Non-current assets	2,742	2,595	3,740	10,823	11,991
Total assets	21,068	23,492	25,375	31,766	33,698
Current liabilities	8,512	8,665	10,044	10,229	11,065
Long-Term liabilities	4,211	5,873	5,207	4,424	4,576
Total liabilities	12,722	14,537	15,251	14,653	15,641
Paid-up, prem share & other	6,262	6,296	6,300	12,600	12,600
Retained earnings	2,084	2,658	3,824	4,512	5,457
Equity	8,346	8,955	10,124	17,112	18,057
P&L (Btm)	07A	08A	09A	10F	11F
Sales	13,550	15,037	17,349	18,313	20,255
Cost of sales	9,609	10,441	12,095	12,636	13,773
Gross profits	3,941	4,596	5,254	5,677	6,481
Other revenues	176	140	148	163	179
Selling & admin exp.	2,980	2,453	2,236	3,296	3,646
Other expense	4	0	189	96	96
EBIT	1,132	2,283	2,978	2,448	2,919
Interest exp.	69	92	124	158	176
EBT	1,063	2,192	2,854	2,290	2,743
Taxes	403	726	951	710	850
Pre-excep. Net profits	699	1,462	1,901	1,578	1,889
Exceptionals	9	-549	-293	-100	0
Net profits	708	914	1,608	1,477	1,889
EBITDA	1,364	2,484	3,183	2,574	3,051
EPS (Bt) - basic	0.49	0.57	1.29	0.80	0.96
Cashflow projection (Btm)	07A	08A	09A	10F	11F
EBIT(1-t)	793	1,598	2,085	1,714	2,043
Dep. & Amortization	232	200	205	126	132
Change in net working capital	(964)	(431)	2,067	(722)	72
Capital expenditure	(392)	(132)	(170)	(458)	(506)
Firm free cashflow	(332)	1,236	4,187	659	1,741
Financial Ratios	07A	08A	09A	10F	11F
Gross profit margin	29.1%	30.6%	30.3%	31.0%	32.0%
Net profit margin	5.2%	6.1%	9.3%	8.1%	9.3%
Current ratio (x)	2.2	2.4	2.2	2.0	2.0
Times interest earned (x)	16.4	24.9	24.1	15.5	16.6
D/E Ratio	1.5	1.6	1.5	0.9	0.9
ROA	3.4%	3.9%	6.3%	4.6%	5.6%
ROE	8.5%	10.2%	15.9%	8.6%	10.5%
Trends (%)	07A	08A	09A	10F	11F
Sales growth	19%	11%	15%	6%	11%
Expense growth	18%	5%	12%	9%	10%
EBIT growth	32%	102%	30%	-18%	19%
Norm. profit growth	73%	109%	30%	-17%	20%
Quarterly performance (Btm)	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
Sales	3,597	4,486	6,343	4,293	4,152
Cost of sales	2,477	3,087	4,355	2,993	2,891
Selling & admin exp.	549	561	631	622	739
Interest exp.	18	31	50	53	63
Taxes	160	261	423	232	159
Net profits	387	502	600	339	239

Source: Company Reports and Globlex Securities estimated

