

แส่นสิริ

Property
(Residential)
Overweight

**กำไรไตรมาส 2/55 ต่ำกว่าคาด งบดุล ณ
สิ้นเดือน มิ.ย. ดูแย่สุดเป็นประวัติการณ์**

ต่ำกว่าคาด: SIRI รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 451 ล้านบาท สูงขึ้น 38% ทั้ง YoY และ QoQ ต่ำกว่าคาด 12% เนื่องจาก อัตรากำไรขั้นต้นของการขายอสังหาริมทรัพย์ต่ำกว่าคาด 1% และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายสูงกว่าประมาณการ (เรคาด 20.3% แต่ SIRI รายงานที่ 22%) แต่ถึงอย่างไรก็ตามผลที่ออกมาเป็นไปตามที่ตลาดคาดไว้

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: กำไรสุทธิเติบโตแข็งแกร่ง YoY หนุนโดย ยอดขายบ้านที่สูงขึ้น 29% มาอยู่ที่ 5.3 พันล้านบาท และอัตรากำไรขั้นต้นของการขายอสังหาริมทรัพย์โต 0.7% ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ กำไรเติบโตได้ใช้ได้จากอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง 3.4% (ในไตรมาส 1/55 มีฐานสูงที่ 25.5% ซึ่งเกี่ยวข้องกับค่าใช้จ่ายการตลาดสำหรับงานใหญ่ที่พารากอน) อย่างไรก็ตามเราเห็นว่างบดุลไตรมาสนี้ยังอ่อนตัวต่อเนื่อง โดยอัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิก้าวกระโดดจาก 1.5 เท่า ณ สิ้นเดือน มิ.ค. มาอยู่ที่ 1.9 เท่า ณ สิ้นเดือน มิ.ย. (สูงสุดเป็นประวัติการณ์ของ SIRI) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุดเป็นประวัติการณ์เช่นกันที่ 2.7 เท่า ณ สิ้นเดือน มิ.ย. จาก 2.3 เท่า ณ สิ้นเดือน มิ.ค.

แนวโน้ม: คาดกำไรไตรมาส 3/55 ยังเติบโตได้ทั้ง YoY และ QoQ (เนื่องจากฐานกำไรในไตรมาส 3/55 ไม่สูงมากและอัตรากำไรขั้นต้นของการขายบ้านไตรมาส 3/11 ไม่สูงมากเพียง 31.9%) โดยในมุมมองของเราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิจะยังคงอยู่ในระดับที่สูงต่อเนื่อง โดยเป็นที่สังเกตว่าอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิดังกล่าวมากกว่าที่บริหารเคยแนะนำไว้ (SIRI กล่าวว่าจะไม่เกินจุดสูงสุดที่ 1.7 เท่า)

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป: กำไรสุทธิครั้งแรกของปี 2555 คิดเป็น 28% ของประมาณการปี 2555 (30% ของประมาณการตลาด) ในขณะนี้ เรายังคงประมาณการเนื่องจากบริษัทมียอดขายรอรับรู้รายได้รองรับประมาณการรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ของเราสำหรับปี 2555 อยู่ 83% และ 58% ของประมาณการรายได้ปี 2556

คำแนะนำ: เรามีความกังวลมากขึ้นเรื่องงบดุล/ฐานะทางการเงินของบริษัท เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้นมากอย่างมีนัยสำคัญ นอกเหนือจากสูงสุดเป็นประวัติการณ์ของบริษัทแล้วยังเป็นอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงสุดในกลุ่มเช่นกัน โดยเรามองว่าการที่บริษัทยังคงมุ่งเน้นการเปิดตัวโครงการใหม่อย่างต่อเนื่องในครึ่งหลังปี 2555 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนดังกล่าวยังคงอยู่ในระดับที่สูงต่อไปในระยะสั้น-กลาง

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 2.60 บาท
ราคา (15/08/12): 2.34 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt17.01bn		
12-mth price range	Bt102/Bt5.70		
12-mth avg daily volume	Bt154.17m		
# of shares (m)	7,267.7		
Est. free float (%)	49.3		
Foreign limit (%)	39.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(5.1)	8.9	(71.0)
Absolute	(4.9)	12.5	(57.1)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	20,542	27,643	29,898	32,377
Net profit (Btm)	2,028	2,740	3,203	3,648
EPS, FD (Bt)	0.29	0.27	0.31	0.35
BLS/Consensus (x)	nm	1.05	1.48	1.04
EPS growth (%)	+8.6%	-7.4%	+16.9%	+13.9%
Core profit (Btm)	2,002	2,740	3,203	3,648
Core EPS, FD (Bt)	0.28	0.27	0.31	0.35
Core EPS growth (%)	+1.4%	-6.2%	+16.9%	+13.9%
PER, FD (x)	8.2	8.9	7.6	6.7
Core PER, FD (x)	8.3	8.9	7.6	6.7
EV/EBITDA (x)	10.5	10.3	9.1	4.9
PBV (x)	1.5	1.5	1.3	1.2
Dividend (Bt)	0.14	0.14	0.16	0.18
Dividend yield (%)	5.9	5.9	6.9	7.8
ROE (%)	19.5	19.5	18.2	18.8
Net gearing (x)	1.4	1.0	0.9	0.8

CG Rating - 2011

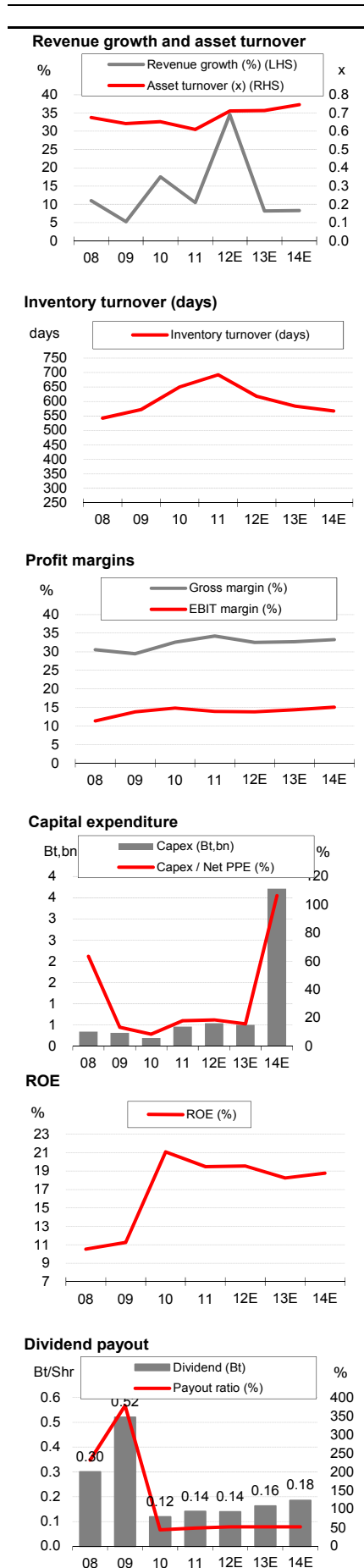


ดังนั้นเราปรับลดคำแนะนำมาเป็น ถือ จากเดิม ซื้อเก็งกำไร เราคงราคาเป้าหมายปี 2555 ที่ 2.60 บาท อ้างอิงกับ PER ที่ 9.7 เท่า (ซึ่งสูงกว่าบวกหนึ่งส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเฉลี่ยย้อนหลังปี 2549-54) ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ระดับไม่ถูกมากแล้วคือ PER ปี 2555 ที่ 8.9 เท่า

Figure 1: 2Q12 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	6M12 vs. FY12E	
Income Statement										
Revenue	5,429	4,238	28	5,046	8	10,475	7,802	34	38	<ul style="list-style-type: none"> • 2Q12 profit growth, both YoY and QoQ was due to the low base set by last year • The YoY earnings growth was led by higher housing sales. • Housing GM inched up YoY, but declined QoQ. • A bigger YoY SG&A/sales ratio, despite sales growth • The SG&A/sales ratio dropped QoQ (there was a big marketing event in 1Q12) • The effective tax rate fell to 30% in 2Q12 from 35% in 2Q11 • Net gearing jumped to a record high of 1.85x end-June from 1.51 at end-March • An all-time high D/E ratio of 2.68x at end-June—the highest in the sector
Cost of sales and services	(3,614)	(2,839)	27	(3,312)	9	(6,925)	(5,178)	34	37	
EBITDA	782	631	24	585		1,367	1,098		34	
EBIT	617	501	23	449	38	1,066	893	19	28	
Interest expense	(57)	(48)	20	(95)	(40)	(153)	(91)	68	38	
Other income/exp.	88	19	370	74	19	162	40	306	118	
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Extra items	1	19	(93)	(15)	nm	(13)	26	(151)		
EBT	648	472	37	428	52	1,076	842	28	30	
Corporate tax	(198)	(164)	21	(86)	130	(285)	(317)	(10)		
Minority interest	(0)	(0)	nm	(0)	nm	(0)	(0)	nm		
Net profit (loss)	451	327	38	327	38	778	551	41	28	
Reported EPS	0.06	0.05	34	0.05	37	0.11	0.08	29		
Core net profit	450	308	46	341	32	791	525	51	29	
Key ratios										
Gross margin (%)	33.4	33.0		34.4		33.9	33.6			
EBITDA margin (%)	14.4	14.9		11.6		13.1	14.1			
EBIT margin (%)	11.4	11.8		8.9		10.2	11.4			
Tax rate (%)	30.6	34.6		20.2		26.5	37.6			
Net margin (%)	8.3	7.7		6.5		7.4	7.1			
Current ratio (x)	1.9	2.2		2.1		1.9	2.2			
Gearing ratio (x)	2.1	1.8		1.8		2.1	1.8			
Interest coverage (x)	10.8	10.5		4.7		7.0	9.8			
Balance Sheet										
Cash & Equivalent	2,536	1,587	60	2,766	(8)					
Total assets	41,875	32,864	27	38,652	8					
ST debts & current portion	3,136	421	645	2,841	10					
Long-term debt	21,058	17,394	21	18,357	15					
Total liabilities	30,496	22,991	33	26,805	14					
Retained earnings	3,088	1,819	70	3,638	(15)					
Shareholders equity	11,378	9,872	15	11,847	(4)					
Minority interests	1	0	131	1	14					
BV (Bt)	1.6	1.4	12	1.7	(5)					

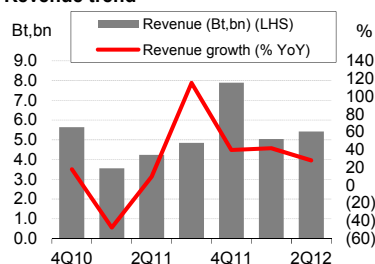
Source: Company data



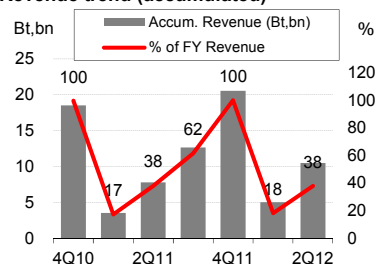
Financial tables					
PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	18,596	20,542	27,643	29,898	32,377
Cost of sales and services	(12,541)	(13,509)	(18,653)	(20,131)	(21,606)
Gross profit	6,055	7,032	8,991	9,767	10,771
SG&A	(3,291)	(4,166)	(5,163)	(5,467)	(5,891)
EBIT	2,763	2,867	3,827	4,299	4,880
Interest expense	(245)	(222)	(405)	(432)	(457)
Other income/exp.	159	137	137	137	137
EBT	2,677	2,781	3,560	4,005	4,560
Corporate tax	(702)	(779)	(819)	(801)	(912)
After-tax profit (loss)	1,975	2,003	2,741	3,204	3,648
Minority interests	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(108)	26	0	0	0
Net profit (loss)	1,867	2,028	2,740	3,203	3,648
Reported EPS	0.26	0.29	0.27	0.31	0.35
Fully diluted EPS	0.26	0.29	0.27	0.31	0.35
Core net profit	1,975	2,002	2,740	3,203	3,648
Core EPS	0.28	0.28	0.27	0.31	0.35
EBITDA	2,985	3,159	4,034	4,502	8,294
KEY RATIOS	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	17.5	10.5	34.6	8.2	8.3
Gross margin (%)	32.6	34.2	32.5	32.7	33.3
EBITDA margin (%)	16.1	15.4	14.6	15.1	25.6
Operating margin (%)	14.9	14.0	13.8	14.4	15.1
Net margin (%)	10.0	9.9	9.9	10.7	11.3
Core profit margin (%)	10.6	9.7	9.9	10.7	11.3
ROA (%)	6.6	6.0	7.1	7.6	8.4
ROCE (%)	8.6	7.2	8.2	8.8	9.7
Asset turnover (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
Current ratio (x)	2.6	2.2	3.6	3.6	3.4
Gearing ratio (x)	1.7	1.7	1.2	1.0	0.9
Interest coverage (x)	11.3	12.9	9.5	10.0	10.7
BALANCE SHEET (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	3,472	2,968	1,886	1,819	2,298
Accounts receivable	50	48	62	67	73
Inventory	22,339	25,616	31,574	32,199	33,574
PP&E-net	2,290	2,557	2,890	3,190	3,491
Other assets	3,038	5,048	5,048	5,048	5,048
Total assets	31,190	36,238	41,461	42,325	44,484
Accounts payable	805	975	1,119	1,107	1,188
ST debts & current portion	5,748	10,077	5,500	5,500	6,500
Long-term debt	10,310	9,327	13,693	12,793	11,893
Other liabilities	4,880	4,481	4,481	4,481	4,481
Total liabilities	21,743	24,860	24,793	23,881	24,062
Paid-up capital	6,380	7,547	11,014	11,014	11,014
Share premium	17	550	690	690	690
Retained earnings	3,082	3,298	4,982	6,758	8,736
Shareholders' equity	9,448	11,377	16,668	18,443	20,422
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	31,190	36,238	41,461	42,325	44,485
CASH FLOW (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	1,867	2,028	2,740	3,203	3,648
Depreciation and amortization	222	292	207	202	3,414
Change in working capital	(16,863)	(18,393)	(5,828)	(642)	(1,299)
FX, non-cash adjustment & others	11,930	13,106	0	0	0
Cash flows from operating activities	-2,844	-2,966	-2,881	2,763	5,762
Capex (Invest)/Divest	(194)	(461)	(540)	(502)	(3,715)
Others	30	33	0	0	0
Cash flows from investing activities	(164)	(428)	(540)	(502)	(3,715)
Debt financing (repayment)	4,153	3,872	(211)	(900)	100
Equity financing	90	102	3,606	0	0
Dividend payment	(766)	(178)	(1,057)	(1,428)	(1,669)
Cash flows from financing activities	2,933	2,908	2,339	(2,328)	(1,569)
Net change in cash	(75)	(486)	(1,082)	(67)	479
Free cash flow (Btm)	(3,038)	(3,427)	(3,421)	2,261	2,047
FCF per share (Bt)	(0.43)	(0.49)	(0.33)	0.22	0.20
Assumptions					
Presales backlogs (Btm)			22,424	16,774	4,583
Backlogs secure to housing revenue			83%	58%	15%
Housing GM	33.47%	34.69%	32.84%	32.96%	33.56%
Presales (Btm)	24,995	21,792	32,000	-	-

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

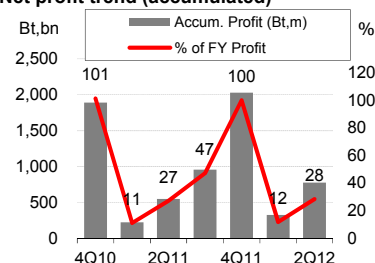
Revenue trend



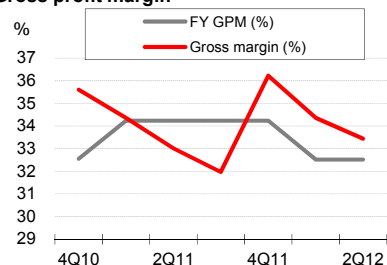
Revenue trend (accumulated)



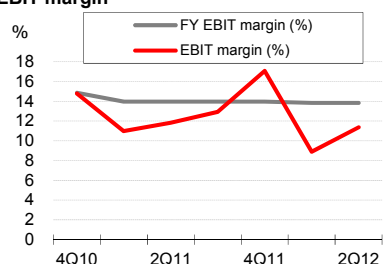
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)					
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	4,238	4,849	7,891	5,046	5,429
Cost of sales and services	(2,839)	(3,299)	(5,033)	(3,312)	(3,614)
Gross profit	1,399	1,550	2,859	1,734	1,816
SG&A	(898)	(923)	(1,512)	(1,285)	(1,198)
EBIT	501	627	1,347	449	617
Interest expense	(48)	(54)	(78)	(95)	(57)
Other income/exp.	19	20	77	74	88
EBT	472	593	1,347	428	648
Corporate tax	(164)	(179)	(283)	(86)	(198)
After-tax profit (loss)	309	414	1,063	341	450
Minority interest	(0)	(0)	1	(0)	(0)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	19	(9)	8	(15)	1
Net profit (loss)	327	405	1,073	327	451
Reported EPS	0.05	0.06	0.15	0.05	0.06
Fully diluted EPS	0.05	0.06	0.15	0.05	0.06
Core net profit	308	414	1,065	341	450
Core EPS	0.04	0.06	0.15	0.05	0.06
EBITDA	631	732	1,466	585	782
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	33.0	32.0	36.2	34.4	33.4
EBITDA margin (%)	14.9	15.1	18.6	11.6	14.4
Operating margin (%)	11.8	12.9	17.1	8.9	11.4
Net margin (%)	7.7	8.4	13.6	6.5	8.3
Core profit margin (%)	7.3	8.5	13.5	6.8	8.3
BV (Bt)	1.40	1.46	1.61	1.66	1.58
ROE (%)	13.3	15.7	37.7	11.0	15.9
ROA (%)	4.0	4.5	11.8	3.4	4.3
Current ratio (x)	2.2	2.1	2.2	2.1	1.9
Gearing ratio (x)	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1
Interest coverage (x)	10.5	11.6	17.4	4.7	10.8
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	1,587	1,684	2,968	2,766	2,536
Accounts receivable	43	43	48	53	58
Inventory	24,614	27,084	25,616	27,391	31,804
PP&E-net	2,291	2,401	3,258	2,656	2,777
Other assets	4,329	4,570	4,347	5,786	4,699
Total assets	32,864	35,783	36,238	38,652	41,875
Accounts payable	995	1,626	975	1,514	1,982
ST debts & current portion	421	1,266	1,247	2,841	3,136
Long-term debt	17,394	18,434	18,758	18,357	21,058
Other liabilities	4,181	4,150	3,881	4,093	4,320
Total liabilities	22,991	25,477	24,860	26,805	30,496
Paid-up capital	7,520	7,547	7,547	7,651	7,728
Share premium	550	550	550	0	553
Retained earnings	1,819	2,233	3,298	3,638	3,088
Shareholders equity	9,872	10,306	11,377	11,847	11,378
Minority interests	0	0	0	1	1
Total Liab.&Shareholders' equity	32,864	35,783	36,238	38,652	41,875

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.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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.