



## SF

(Siam Future Development PCL.)

Sector : MEDIA

ดิษรณพ วัฒนเวทิน e-mail: research@kks.co.th



Source: Aspen

### Business Description

ประกอบธุรกิจด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า โดยมุ่งเน้นที่ศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) เพื่อให้บริการเช่าพื้นที่ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ตลอดจนอายุสัญญาเช่าพื้นที่

### Stock Information (ข้อมูล ณ 30/04/ 2012)

|                                |                                  |
|--------------------------------|----------------------------------|
| ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)         | 1,169.88                         |
| ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท) | 1,169.86                         |
| มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)          | 1.00                             |
| นโยบายจ่ายเงินปันผล            | ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิ |
| PE (X)                         | 14.19                            |
| P/BV (X)                       | 2.43                             |
| Book Value (บาท)               | 3.56                             |
| Market Cap. (ล้านบาท)          | 10,060.82                        |
| Free Float (%)                 | 40.37                            |
| SAA Consensus (บาท)            | 8.90                             |

### Sector Information

|          |       |
|----------|-------|
| P/E (X)  | 21.53 |
| P/BV (X) | 1.96  |

[www.kks.co.th](http://www.kks.co.th)

|                    |      |
|--------------------|------|
| คำแนะนำ            | ซื้อ |
| Fair Value'55 (Bt) | 9.50 |
| Closed Price (Bt)  | 8.60 |
| Up side Gain       | 10%  |
| Dividend Yield 55F | 3%   |
| CGR 2011           | ▲▲▲▲ |

เราออกบทวิเคราะห์หุ้น SF ครั้งแรกด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และประเมินมูลค่าเหมาะสม (12 เดือน) เท่ากับ 9.50 บาท โดยมีไฮไลต์สำคัญ คือ วันที่ 3 พ.ค. นี้ SF จะเปิดให้บริการห้างสรรพสินค้า MEGA Bangna ซึ่งจะทำให้พื้นที่ให้เช่ารวมของกลุ่ม SF เพิ่มขึ้นถึง 52% และเราคาดว่า SF จะรับรู้กำไรจากการเปิดโครงการนี้กว่า 535 ล้านบาท ขณะที่ระยะยาวเราเชื่อว่าธุรกิจ Community Mall ยังมีแนวโน้มเติบโตได้ตามการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่มีความต้องการสถานที่พักผ่อนหย่อนใจและความสะดวกในการเดินทางมากขึ้น

### เปิด MEGA Bangna ทำให้พื้นที่ให้เช่ารวมของกลุ่ม SF เพิ่มขึ้น 52%

วันที่ 3 พ.ค. นี้ SF จะเปิดให้บริการห้างสรรพสินค้า MEGA Bangna ซึ่งจะทำให้พื้นที่ให้เช่ารวมของกลุ่ม SF เพิ่มขึ้นถึง 1.4 แสน ตร.ม. หรือเพิ่มขึ้นกว่า 52% โดย MEGA Bangna ตั้งอยู่ในบริเวณเดียวกันกับ IKEA ศูนย์จัดจำหน่ายเฟอร์นิเจอร์ขนาดใหญ่ มีผู้เช่าพื้นที่หลัก ได้แก่ MAJOR Cineplex, HomePro, Robinson และ BigC เป็นต้น และก่อนเปิดโครงการ MEGA Bangna มีอัตราการให้เช่าพื้นที่แล้วกว่า 95% เราคาดว่า SF จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการเปิดโครงการนี้กว่า 535 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะบันทึกในงวด Q2/55 ทั้งนี้ โครงการ MEGA Bangna เป็นโครงการที่ดำเนินการโดยบริษัท SF Development ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนระหว่าง SF (ถือหุ้น 49%) และ IKANO พันธมิตรจากประเทศสวีเดน (ถือหุ้น 49%)

### มีโอกาสดูเห็นการร่วมมือระหว่าง SF และพันธมิตรอีก 2 โครงการ

ความสำเร็จของโครงการ IKEA ศูนย์จัดจำหน่ายเฟอร์นิเจอร์ขนาดใหญ่ของบริษัท SF Development ที่เปิดตัวไปก่อนหน้านี้ (3 พ.ย. 2554) ทำให้ผู้บริหาร SF Development เปิดเผยว่าแผนการขยายสาขาอีก 2 แห่งจะถูกเลื่อนให้เร็วขึ้นจากเดิมกำหนดภายใน 15 ปี เป็นภายใน 10 ปี เรามองเป็นประเด็นบวกต่อกลุ่ม SF เนื่องจากการเปิดสาขาใหม่ของโครงการดังกล่าวจะทำให้พื้นที่ให้เช่ารวมของกลุ่ม SF เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดอีกครั้ง

### ระยะสั้นคาดว่าหุ้นจะได้รับปัจจัยบวกจากการเปิดโครงการ MEGA Bangna

เราคาดว่าหุ้น SF จะได้รับปัจจัยบวกจากการเปิดโครงการ MEGA Bangna ที่ทำให้พื้นที่ให้เช่าของกลุ่ม SF เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดถึง 52% ขณะที่ระยะยาวเราเชื่อว่าธุรกิจ Community Mall ยังมีแนวโน้มเติบโตได้ตามการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่มีความต้องการสถานที่พักผ่อนหย่อนใจและความสะดวกในการเดินทางมากขึ้นเราจึงแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเหมาะสม (12 เดือน) เท่ากับ 9.50 บาท (DCF, WACC 8.3%)

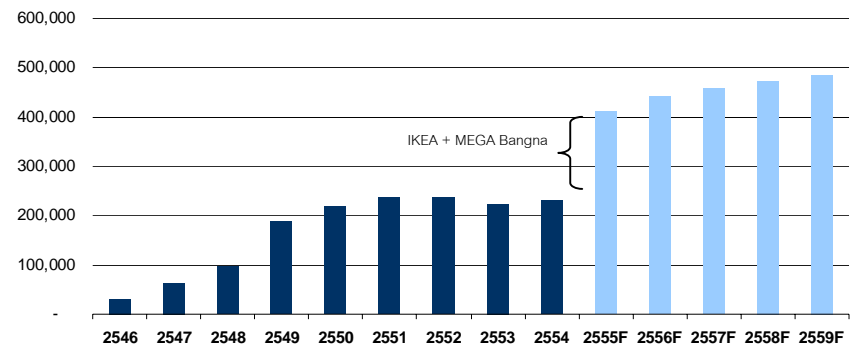


## SF ผู้นำศูนย์การค้าแบบเปิดในประเทศไทย

บริษัท สยามฟิวเจอร์ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (SF) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 29 สิงหาคม 2537 โดยนายพงศ์กิจ สุทธิพงศ์ และนายพนพร วิฑูรชาติ เพื่อประกอบธุรกิจด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้าประเภทศูนย์การค้าแบบเปิด เริ่มให้บริการโครงการแรกในปี 2538 คือ โครงการบางบอน ซึ่งเป็นศูนย์การค้าชุมชน (Neighborhood Shopping Center) โดยมี จัสโก้ ซูเปอร์มาร์เก็ต เป็นผู้เช่าหลัก (Anchor) ปัจจุบันบริษัทมีโครงการในมือทั้งสิ้นกว่า 30 โครงการ โดยมีโครงการที่สร้างชื่อเสียงให้กับบริษัท ได้แก่ เจ อเวนิว ที่ทองหล่อ, ลา วิลล่า ที่พหลโยธิน, เอสพลานาด ที่รัชดาภิเษก และ IKEA เป็นต้น ล่าสุดบริษัทจะเปิดให้บริการโครงการใหญ่อีก 1 โครงการ คือ MEGA Bangna ในเดือน พ.ค. 55 นี้ ซึ่งพื้นที่ให้เช่ากว่า 1.4 แสน ตร.ม.

### พื้นที่เช่าจะเพิ่มอย่าง *ก้าวกระโดด* ในปี 2555 จากการเปิดโครงการ MEGA Bangna

(หน่วย: ตารางเมตร)



ที่มา: แบบฟอร์ม 56-1

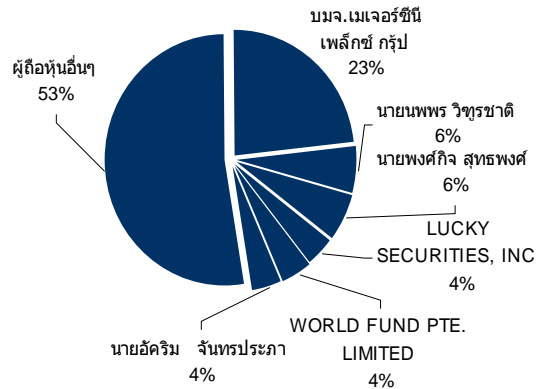
### ตารางแสดงโครงการในมือ ณ สิ้นปี 2554 ของ SF

| ศูนย์การค้า                                       | ผู้เช่าหลัก  | รูปแบบ                   | พื้นที่ให้เช่า | อัตราเช่า  |
|---|--|--------------------------|----------------|------------|
| 1 มาร์เก็ต เฟส บางบอน                             | Jusco Supermarket  | ศูนย์การค้าชุมชน         | 7,206          | 85%        |
| 2 มาร์เก็ต เฟส ประชาอุทิศ                         | Jusco Supermarket  | ศูนย์การค้าชุมชน         | 6,174          | 100%       |
| 3 มาร์เก็ต เฟส สุขาภิบาล 3                        | Tops Market  | ศูนย์การค้าชุมชน         | 6,725          | 100%       |
| 4 สยามฟิวเจอร์ ทาวน์ เซ็นเตอร์ 4 (สุขุมวิท 71)    | B-Quik   | ศูนย์การค้าชุมชน         | 1,418          | 100%       |
| 5 มาร์เก็ต เฟส ทองหล่อ                            | Tops Market  | ศูนย์การค้าชุมชน         | 3,644          | 100%       |
| 6 มาร์เก็ต เฟส ทุ่งมหาเมฆ                         | Tops Market  | ศูนย์การค้าชุมชน         | 2,877          | 100%       |
| 7 ดี อเวนิว แจ้งวัฒนะ                             | Major Cineplex, Villa Market, Lemon Farm, California Wow   | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 21,031         | 96%        |
| 8 มียรมย์ เฟส                                     | Major Bowl, Tops Supermarket   | ศูนย์การค้าชุมชน         | 7,588          | 100%       |
| 9 สยามฟิวเจอร์ ทาวน์ เซ็นเตอร์ 11 (ละแวกเซา)      | Major Cineplex   | ศูนย์รวมสินค้าเฉพาะอย่าง | 8,408          | 100%       |
| 10 สยามฟิวเจอร์ ซุปเปอร์เซ็นเตอร์ เจ อเวนิว       | Villa Market, Major Bowl   | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 7,765          | 100%       |
| 11 สยามฟิวเจอร์ ทาวน์ เซ็นเตอร์ 8 (รังสิต)        | B-Quik   | ศูนย์สะดวกซื้อ           | 535            | 100%       |
| 12 สยามฟิวเจอร์ ทาวน์ เซ็นเตอร์ 10 (ลาดพร้าว 120) | Tesco Lotus Express  | ศูนย์สะดวกซื้อ           | 643            | 100%       |
| 13 สยามฟิวเจอร์ ทาวน์ เซ็นเตอร์ 12 (รังสิต 2)     | Tesco Lotus Express  | ศูนย์สะดวกซื้อ           | 988            | 100%       |
| 14 B-Quik เหม่งจ่าย                               | B-Quik   | ร้านค้าปลีก              | 465            | 100%       |
| 15 B-Quik พหลโยธิน กม.27                          | B-Quik   | ร้านค้าปลีก              | 433            | 100%       |
| 16 B-Quik รัชดา-ห้วยขวาง                          | B-Quik   | ร้านค้าปลีก              | 314            | 100%       |
| 17 B-Quik ท่าพระ                                  | B-Quik   | ร้านค้าปลีก              | 355            | 100%       |
| 18 B-Quik สาทร                                    | B-Quik   | ร้านค้าปลีก              | 314            | 100%       |
| 19 B-Quik รัชดา-พระราม 3                          | B-Quik   | ร้านค้าปลีก              | 343            | 100%       |
| 20 เพชรเกษม พาวเวอร์ เซ็นเตอร์                    | Big C, Index, HomeWork, Major Cineplex   | ศูนย์รวมสินค้าเฉพาะอย่าง | 43,735         | 100%       |
| 21 เอกมัย พาวเวอร์ เซ็นเตอร์                      | Big C, Index   | ศูนย์รวมสินค้าเฉพาะอย่าง | 15,074         | 100%       |
| 22 ลา วิลล่า (พหลโยธิน)                           | Villa Market   | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 5,330          | 100%       |
| 23 เอสพลานาด รัชดาภิเษก                           | Major Cineplex, Blu-o Bowl, California Wow, Ratchadalai Playhouse, Tops Market, Sub-Zero Ice Skate | ศูนย์เอนเตอร์เทนเมนท์    | 43,241         | 99%        |
| 24 ดี อเวนิว พญา                                  | Major Cineplex, Major Bowl, Villa Market, California Wow   | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 22,403         | 77%        |
| 25 มาร์เก็ต เฟส นวมินทร์                          | Carrefour  | ศูนย์การค้าชุมชน         | 4,175          | 99%        |
| 26 ชูชุก อเวนิว รัชโยธิน                          | Villa Market   | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 3,904          | 100%       |
| 27 นวมินทร์ ซิตี อเวนิว                           | Villa Market   | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 7,891          | 99%        |
| 28 นวมินทร์ เฟสดีวิล วอร์ค                        | Bosch  | ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์     | 7,675          | 100%       |
| <b>รวม</b>  |  |                          | <b>231,795</b> | <b>97%</b> |

ที่มา: แบบฟอร์ม 56-1



## โครงสร้างผู้ถือหุ้น ณ เม.ย. 2555



ที่มา: SetSmart

## มีรายได้หลักจากการให้เช่าพื้นที่ในโครงการ

SF มีรายได้จากการให้บริการหลัก 4 กลุ่ม คือ (1) รายได้ค่าเช่าพื้นที่ในโครงการ (2) รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงินจากผู้เช่าระยะยาว (3) รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยจากผู้เช่าระยะยาว (4) รายได้อื่น เช่น รายได้จากอัตรารายได้จากการจัดกิจกรรมทางการตลาด รายได้ค่าติดตั้งมิเตอร์ประปาและไฟฟ้า และรายได้ดอกเบี้ยรับ เป็นต้น โครงการที่สร้างรายได้ค่าเช่าหลักให้กับบริษัท ได้แก่ เอสพลานาด (26%) เจ อเวนิว (9%) เพชรเกษม พาวเวอร์ (9%) ดี อเวนิว แจ็งวัฒนะ (7%) และ ลาว วิลล่า (6%) เป็นต้น ทั้งนี้ บริษัทมีแผนเพิ่มพื้นที่เช่าประมาณ 2 หมื่น ตร.ม./ปี และมีนโยบายในการขึ้นอัตราค่าเช่าประมาณ 5% ต่อปี

## คาดปี 2555 กำไรเพิ่มขึ้น 39% YoY เป็น 986 ล้านบาท

ราคาตลาดประกอบการปี 2555 ของ SF จะเติบโตอย่างโดดเด่นกว่า 39% YoY เป็นผลมาจากการเปิดห้างสรรพสินค้าขนาดใหญ่ MEGA Bangna ของบริษัทร่วม SF Development ซึ่งเราคาดว่า SF จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์โครงการดังกล่าวจำนวนกว่า 535 ล้านบาท ขณะที่รายได้จากโครงการในมือเดิมกว่า 30 โครงการคาดว่าจะเพิ่มขึ้นราว 5-6% YoY จากอัตราค่าเช่าที่ปรับเพิ่มขึ้นและการรับรู้รายได้โครงการ นวมินทร์ เฟสติวัล วอร์ค อย่างเต็มปี (เปิด ~พ.ย. 54) เราคาดว่ารายได้จากค่าเช่าปี 55 จะเพิ่มขึ้น 5.6% YoY เป็น 1,264 ล้านบาท ขณะที่หากเทียบกับรายได้รวมของปีก่อนจะลดลงราว 3% YoY เนื่องจากในปี 55 บริษัทไม่มีรายได้จากสัญญาเช่าทางการเงิน เพราะไม่มีการขายพื้นที่ที่เป็นแบบสัญญาเช่าระยะยาว คาดกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 39% YoY เป็น 986 ล้านบาท กำไรสุทธิต่อหุ้นเท่ากับ 0.84 บาท/หุ้น คาดว่าจะจ่ายเงินปันผลจำนวน 0.20 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend Yield ~3% และคาดปี 56 ผลประกอบการจะเติบโตต่อเนื่องจากแผนการเปิดศูนย์การค้าแบบเปิดอีก 3 แห่ง พื้นที่ให้เช่ารวม 30,000 ตร.ม. และภายใต้สมมติฐาน 40% ของพื้นที่ให้เช่ารวมเป็นการขายแบบสัญญาเช่าระยะยาว คาดกำไรสุทธิปี 56 จะเพิ่มขึ้น 52% YoY เป็น 1,497 ล้านบาท



## ศูนย์การค้าแบบเปิด Community Mall เริ่มมีการแข่งขันสูงขึ้น

ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมาธุรกิจพัฒนาและบริหารศูนย์การค้าในประเทศไทยเริ่มสัญญาการแข่งขันที่สูงขึ้นสำหรับศูนย์การค้าแบบเปิด โดยเป็นการเข้ามาแข่งขันของผู้เล่นรายเล็กและรายใหญ่ เนื่องจากศูนย์การค้าแบบเปิดไม่ต้องใช้เงินลงทุนสูงเมื่อเทียบกับการลงทุนศูนย์การค้าแบบปิดและผลจากที่ SF ประสบความสำเร็จในการบริหารศูนย์การค้าแบบเปิดมายาวนานในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ทำให้ตลาดเริ่มเห็นถึงโอกาสทางธุรกิจของศูนย์การค้าแบบเปิด อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่า SF ยังคงมีความได้เปรียบทางการแข่งขันจากการมีประสบการณ์ในการบริหารศูนย์การค้าแบบเปิดมายาวนานกว่า 10 ปี ทำให้มีความชำนาญใน 4 ปัจจัยหลักที่จะส่งผลกระทบต่อความสำเร็จของศูนย์การค้าแบบเปิด คือ (1) มีความสามารถในการเลือกที่ดินที่เหมาะสม (2) การผสมผสานของผู้เช่าพื้นที่อย่างลงตัว (3) ความสัมพันธ์กับลูกค้าผู้เช่าพื้นที่ และ (4) ประสบการณ์ด้านการบริหารพื้นที่ส่วนกลาง

## ธุรกิจศูนย์การค้าแบบเปิดมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการหาที่ดินเพื่อดำเนินโครงการ

เรามองว่าธุรกิจศูนย์การค้าแบบเปิดมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการหาที่ดินเพื่อดำเนินโครงการ ต้นทุนค่าที่ดินอาจเพิ่มขึ้นเนื่องจากค่าเช่าที่ดินเพิ่มขึ้น หรือเจ้าของที่ดินอาจต้องการขายที่ดินมากกว่าการให้เช่าระยะยาว นอกจากนี้ ยังมีความเสี่ยงจากความต่อเนื่องของโครงการ เนื่องจากอาจไม่ได้รับการต่อสัญญาเช่าที่ดินจากเจ้าของที่ดิน อย่างไรก็ตาม บริษัทมีนโยบายที่จะทำการเจรจาเพื่อต่อสัญญาเช่าที่ดินจากเจ้าของที่ดินก่อนที่จะหมดสัญญาเป็นระยะเวลาประมาณ 10 ปี

## ประเมินราคาเหมาะสมเท่ากับ 9.50 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมหุ้น SF ด้วยวิธี DCF โดยใช้ WACC ที่ 8.3% และใช้ Terminal Growth ที่ 7.5% (เราใช้ Terminal Growth ในการประเมินราคาเหมาะสมอย่าง Conservative ซึ่งต่ำกว่าอัตราการเติบโตในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาของบริษัท เนื่องจากผลประกอบการในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาบริษัทได้รับปัจจัยบวกจากการขายทรัพย์สิน (ปี 2553 มีกำไรจากการขายโครงการ “ซูซูกิ อเวนิว” ราคา 150 ล้านบาท และปี 2554 ได้ประโยชน์จากการปรับมูลค่าภาษีค้างจ่ายกว่า 200 ล้านบาท ตามนโยบายลดภาษีนิติบุคคลของภาครัฐจาก 30% เหลือ 23%) ได้ราคาเหมาะสม (12 เดือน) เท่ากับ 9.50 บาท ภายใต้สมมติฐานปี 2556 SF จะเปิดโครงการใหม่ 3 โครงการ มีพื้นที่ให้เช่าเพิ่มขึ้นรวม 30,000 ตร.ม. และในปี 2557-2560 SF จะเปิดโครงการใหม่มีพื้นที่ให้เช่าเพิ่มขึ้นปีละ 15,000 ตร.ม.

| Valuation by DCF        | 2012F            | 2013F   | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------------------|------------------|---------|-------|-------|-------|
| CFO                     | 379              | 807     | 695   | 729   | 784   |
| CAPEX                   | (10)             | (1,060) | (535) | (535) | (535) |
| Change in Debt          | (209)            | 240     | 50    | 50    | 50    |
| FCF                     | 160              | (13)    | 210   | 244   | 299   |
| Excess Cash             | 415              |         |       |       |       |
| WACC                    | 8%               |         |       |       |       |
| - Ke                    | 10%              |         |       |       |       |
| - Kd                    | 5%               |         |       |       |       |
| - D/(D+Eq)              | 27%              |         |       |       |       |
| - Eq/(D+Eq)             | 73%              |         |       |       |       |
| - Terminal value growth | 8%               |         |       |       |       |
| <b>Fair Price 2012</b>  | <b>9.46 Baht</b> |         |       |       |       |



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

| Profit & Loss         |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| FY Ended December     | 2010  | 2011  | 2012F | 2013F |
| Sales                 | 2,027 | 1,368 | 1,321 | 2,334 |
| Costs of Sales        | 785   | 533   | 513   | 1,036 |
| Gross profit          | 1,242 | 835   | 808   | 1,298 |
| SG&A                  | 193   | 183   | 191   | 214   |
| Other income          | 111   | 198   | 605   | 838   |
| EBIT                  | 1,160 | 850   | 1,222 | 1,922 |
| Depre. & amort'n      | 5     | 4     | 0     | 0     |
| EBITDA                | 1,165 | 855   | 1,222 | 1,922 |
| Interest expense      | 150   | 106   | 101   | 103   |
| Pre-tax profit (loss) | 1,010 | 744   | 1,121 | 1,819 |
| Corporate Tax         | 291   | (32)  | 135   | 322   |
| After-tax profit      | 719   | 776   | 986   | 1,497 |
| Extraordinary Items   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Minority interest     | 202   | 67    | 0     | 0     |
| Net profit            | 518   | 709   | 986   | 1,497 |
| Norm. net profit      | 518   | 709   | 986   | 1,497 |

| Balance Sheet           |        |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| FY Ended December       | 2010   | 2011   | 2012F  | 2013F  |
| Cash & ST Investments   | 365    | 142    | 415    | 168    |
| Current Assets          | 1,016  | 412    | 695    | 448    |
| Fixed Assets            | 9,468  | 10,006 | 10,599 | 12,790 |
| Total Assets            | 10,485 | 10,418 | 11,294 | 13,238 |
| S/T loan                | 200    | 155    | 100    | 150    |
| Current Portion of Debt | 87     | 93     | 90     | 90     |
| Current Liabilities     | 781    | 766    | 690    | 747    |
| LT Debt                 | 1,985  | 1,861  | 1,710  | 1,900  |
| Total Liabilities       | 6,215  | 5,919  | 5,692  | 6,373  |
| Paid-up Capital         | 1,030  | 1,036  | 1,170  | 1,170  |
| Retained Earnings       | 1,935  | 2,489  | 3,461  | 4,724  |
| Total Equity            | 4,269  | 4,498  | 5,601  | 6,864  |

| Cash Flow Statement        |              |            |            |              |
|----------------------------|--------------|------------|------------|--------------|
| FY Ended December          | 2010         | 2011       | 2012F      | 2013F        |
| Net Profit                 | 518          | 709        | 986        | 1,497        |
| Depre./Amortization        | 5            | 4          | 0          | 0            |
| Change in work's cap       | 1,743        | (590)      | 0          | 0            |
| <b>Operating Cash Flow</b> | <b>1,193</b> | <b>464</b> | <b>379</b> | <b>807</b>   |
| CAPEX                      | (76)         | (168)      | 0          | (1,050)      |
| <b>Free cash flows</b>     | <b>1,116</b> | <b>296</b> | <b>379</b> | <b>(243)</b> |
| New shares issued          | 239          | 0          | 134        | 0            |
| Net financing cash flows   | (993)        | (712)      | (92)       | 6            |
| <b>Net cash flows</b>      | <b>(88)</b>  | <b>33</b>  | <b>328</b> | <b>(247)</b> |

| Financial Ratio                |      |      |       |       |
|--------------------------------|------|------|-------|-------|
| FY Ended December              | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F |
| <b>Profitability Ratio (%)</b> |      |      |       |       |
| Gross Margin                   | 61.3 | 61.1 | 61.2  | 55.9  |
| EBITDA Margin                  | 58.4 | 63.4 | 93.7  | 82.9  |
| EBIT Margin                    | 57.2 | 62.1 | 92.5  | 82.4  |
| ROE                            | 16.7 | 18.4 | 21.0  | 25.4  |
| ROA                            | 5.4  | 6.8  | 9.1   | 12.2  |

| Cash Cycle (Days)   |      |      |      |      |
|---------------------|------|------|------|------|
| Collection Days     | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| Inventory Days      | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| Payment Days        | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| Net Cash Cycle Days | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |

| Liquidity Ratio (x) |     |     |     |     |
|---------------------|-----|-----|-----|-----|
| Current Ratio       | 1.3 | 0.5 | 1.0 | 0.6 |
| Quick Ratio         | 1.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

| Leverage Ratios (x)      |     |     |      |      |
|--------------------------|-----|-----|------|------|
| Liability/ Equity        | 1.5 | 1.3 | 1.0  | 0.9  |
| Int.-bearing Debt/Equity | 0.5 | 0.5 | 0.3  | 0.3  |
| Interest Coverage        | 7.7 | 8.0 | 12.1 | 18.6 |
| Debt Service Coverage    | 1.9 | 2.4 | 1.5  | 1.1  |

| Percentage Growth (%)    |       |        |       |      |
|--------------------------|-------|--------|-------|------|
| Sales Growth             | 39.2  | (32.5) | (3.4) | 76.7 |
| EBITDA Growth            | 86.4  | (26.7) | 42.6  | 56.3 |
| Normalized Profit Growth | 182.8 | 37.0   | 39.1  | 51.7 |
| Net Profit Growth        | 182.8 | 37.0   | 39.1  | 51.7 |
| EPS Growth               | 101.6 | 36.1   | 23.0  | 51.7 |

| Per/Share Data (Bt) |      |      |      |      |
|---------------------|------|------|------|------|
| EPS                 | 0.50 | 0.69 | 0.84 | 1.28 |
| DPS                 | 0.15 | 0.14 | 0.20 | 0.20 |
| BV                  | 3.47 | 4.01 | 4.49 | 5.57 |

| Multiplier (x)     |      |      |      |     |
|--------------------|------|------|------|-----|
| PE                 | 17.1 | 12.5 | 10.2 | 6.7 |
| P/BV               | 2.5  | 2.1  | 1.9  | 1.5 |
| Dividend yield (%) | 1.7  | 1.6  | 2.3  | 2.3 |

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ



|   |  |  |
|---|--|--|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7<br>ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330<br><b>โทรศัพท์</b> 0-2680-2222 <b>โทรสาร</b> 0-2680-2233<br>Email: customerservices@kks.co.th   | <b>สาขาระยอง</b><br>125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย)<br>ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000<br><b>โทรศัพท์</b> (038) 617-477-85 <b>โทรสาร</b> (038) 617-490<br>Email: rayong@kks.co.th                                 | <b>สาขาพิษณุโลก</b><br>169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ<br>ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000<br><b>โทรศัพท์</b> (055) 243-060 <b>โทรสาร</b> (055) 259-455<br>Email: pitsanulok@kks.co.th   |
| <b>สาขาอโศก</b><br>209 อาคารเค ทาวเวอร์<br>ถนนสุขุมวิท 21 (อโศก) แขวงคลองเตยเหนือ<br>เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110<br><b>โทรศัพท์</b> 0-2680-2900 <b>โทรสาร</b> 0-2680-2995<br>Email: asoke@kks.co.th   | <b>สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม)</b><br>ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8<br>ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000<br><b>โทรศัพท์</b> 0-2527-8744 <b>โทรสาร</b> 0-2965-4634<br>Email: ngamwongwan@kks.co.th      | <b>สาขาบางนา</b><br>1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีทีบางนา บางนา-ตราด กม.3<br>แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260<br><b>โทรศัพท์</b> 0-2745-6458-66, <b>โทรสาร</b> 0-2745-6467<br>Email: bangna@kks.co.th                        |
| <b>สาขาเชียงใหม่</b><br>33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง<br>ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300<br><b>โทรศัพท์</b> (053) 220-751-54, (053) 220-760<br><b>โทรสาร</b> (053) 220-763, (053) 220-765<br>Email: chiangmai@kks.co.th | <b>สาขาสมุทรสาคร</b><br>1400 / 98-101 ถนนเอกชัย<br>ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000<br><b>โทรศัพท์</b> (034) 837-246-64, (034) 427-123-5<br><b>โทรสาร</b> (034) 423-565, (034) 837-255<br>Email: smutsakorn@kks.co.th | <b>สาขาหาดใหญ่</b><br>200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า<br>ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ<br>หาดใหญ่ สงขลา 90110<br><b>โทรศัพท์</b> (074) 354-747-51 <b>โทรสาร</b> (074) 239-515<br>Email: haadyai@kks.co.th |
| <b>สาขาขอนแก่น</b><br>9/2 ถนนประชาสโมสร<br>ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000<br><b>โทรศัพท์</b> (043) 337-700-10 <b>โทรสาร</b> (043) 337-721<br>Email: khonkaen@kks.co.th  | <b>สาขาชลบุรี</b><br>7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท<br>ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130<br><b>โทรศัพท์</b> (038) 384-931-43 <b>โทรสาร</b> (038) 384-794<br>Email: chonburi@kks.co.th                                       | <b>สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch)</b><br>20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ<br>ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110<br><b>โทรศัพท์</b> (074) 209-837-40 <b>โทรสาร</b> (074) 209-841<br>Email: haadyai@kks.co.th                                   |

**คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน**

**คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์**

|                     |  |
|---------------------|--|
| <b>ซื้อ</b>         | มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป   |
| <b>ถือ</b>          | มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%   |
| <b>ขาย</b>          | มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป  |
| <b>ซื้อเก็งกำไร</b> | มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า<br>หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น |

**การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์**

| รายละเอียด                             | มี | ไม่มี |
|--|----|-------|
| 1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์      |    | ✓     |
| 2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน |    | ✓     |
| 3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ                |    | ✓     |

**คำชี้แจง :** คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิควิทยานักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

**Disclaimer (Fundamental Report)**

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

**Corporate Governance**

| ตราสัญลักษณ์      | ช่วงคะแนน  | ความหมาย | การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ |
|-------------------|------------|----------|---|
|                   | 90 - 100   | ดีเลิศ   |   |
|                   | 80 - 89    | ดีมาก    |   |
|                   | 70 - 79    | ดี       |   |
|                   | 60 - 69    | ดีพอใช้  |   |
|                   | 50 - 59    | ผ่าน     |   |
| ไม่มีตราสัญลักษณ์ | ต่ำกว่า 50 | N/A      |   |

| นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน |                       | นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค |                        |
|-------------------------|-----------------------|----------------------------------|------------------------|
| ธริศา ชัยสุนทรโยธิน     | tarisa.cha@kks.co.th  | อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชาสกุล          | Apisit_I@kks.co.th     |
| วิชชุดา ปลั่งมณี        | wichuda_p@kks.co.th   | ณาศิส ประเสริฐสกุล               | Nasis.p@kks.co.th      |
| มินตรา รัตยาภาส         | mintra@kks.co.th      | <b>ส่วนสนับสนุนข้อมูล</b>        |                        |
| เบญจพล สุทธิวนิช        | benjaphol_s@kks.co.th | สมจิต วิรุฬห์ธานี                | Research@kks.co.th     |
| อดิสรณ์ มุ่งพาลชล       | adisorn_m@kks.co.th   | อังศุมาลิน คุ่มวงศ์              | Angsumalin_k@kks.co.th |
| ดิษฐานพ วัฒนเวคิน       | dithanop_v@kks.co.th  | ปรียานุช ฉายานุเคราะห์           | preeyanuch@kks.co.th   |
|                         |                       | <b>RESEARCH CALL CENTER</b>      | <b>02 680 2111</b>     |