



SF

(Siam Future Development PCL.)

Sector : PROP

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



Source: Aspen

Business Description

ประกอบธุรกิจด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า โดยมุ่งเน้นที่ศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) เพื่อให้บริการเช่าพื้นที่ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ตลอดจนอายุสัญญาเช่าพื้นที่

Stock Information (ข้อมูล ณ 03/09/ 2012)

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	1,169.88
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	1,169.86
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	5.18
P/BV (X)	1.65
Book Value (บาท)	4.60
Market Cap. (ล้านบาท)	8,890.96
Free Float (%)	51.21
SAA Consensus (บาท)	9.30

Sector Information

P/E (X)	20.15
P/BV (X)	2.04

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ถือ
Fair Value (Bt)	7.70
Closed Price (Bt)	7.65
Up side Gain	1%
Dividend Yield 55F	3%
CGR 2011	

SF ปรับกลยุทธ์การลงทุนโครงการใหม่เน้นความ Conservative มากขึ้น เราจึงปรับลดสมมติฐานการขยายพื้นที่ให้เข้าโครงการใหม่ในปี 2556F - 2558F เหลือเพียง 10,000 ตร.ม./ปี ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรปี 56 ลง 35% และปรับลดมูลค่าเหมาะสมของหุ้น SF ลง 19% เป็น 7.70 บาท (DCF, WACC ~10%) อย่างไรก็ตาม ระยะยาวหุ้น SF ยังมีความน่าสนใจจากโอกาสในการร่วมมือกับพันธมิตร (IKEA) เพื่อลงทุนโครงการขนาดใหญ่อีกครั้ง เราจึงเปลี่ยนคำแนะนำเป็น "ถือ" (จากเดิม "ซื้อ") เพื่อติดตามความคืบหน้าการลงทุนใหม่ๆ ต่อไป

ปรับลดการขยายตัวพื้นที่ให้เช่าลง หลัง SF ปรับกลยุทธ์ลงทุนอย่าง Conservative มากขึ้น

SF ปรับกลยุทธ์การลงทุนโครงการใหม่เน้นความ Conservative มากขึ้น หลังจากที่ตลาด Community Mall มีการแข่งขันสูงขึ้น ซึ่งเรามองว่ากลยุทธ์ดังกล่าวมีความเหมาะสมทำให้บริษัทมีความพร้อมทางการเงินสำหรับโครงการในอนาคตที่น่าสนใจมากกว่า อย่างไรก็ตาม เราได้ปรับลดสมมติฐานการขยายพื้นที่ให้เข้าโครงการใหม่ในปี 2556F - 2558F เหลือเพียง 10,000 ตร.ม./ปี เท่านั้น (ดูกราฟหน้า 2 ประกอบ) ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรปี 56 ลง 35% เป็น 1,021 ล้านบาท ลดลง 34% จากปี 55 ที่คาดว่าจะบริษัทจะมีกำไร 1,545 ล้านบาท และเราปรับลดมูลค่าเหมาะสมของหุ้น SF ลง 19% เป็น 7.70 บาท (DCF, WACC ~10%) ทั้งนี้ เรายังคงคาดการณ์กำไรปี 55 ของบริษัทเท่าเดิมที่ 1,545 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 118% YoY และคาดเงินปันผลจ่ายปี 55 เท่ากับ 0.20 บาท/หุ้น

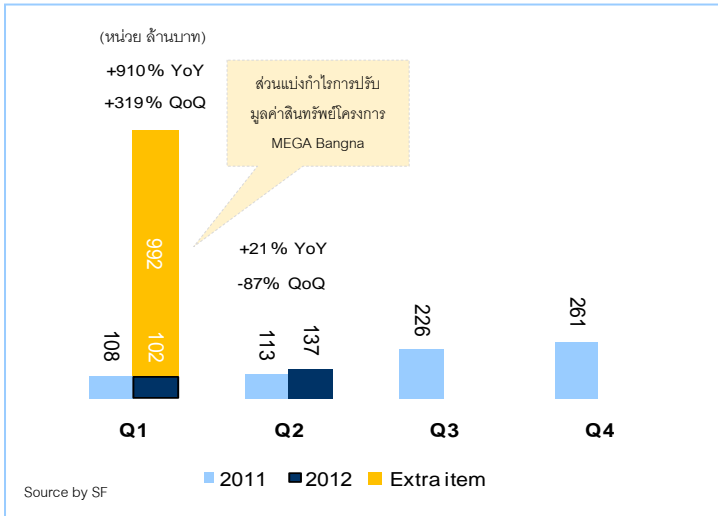
อย่างไรก็ตาม ยังมีความเป็นไปได้ที่ SF จะร่วมลงทุนกับพันธมิตร (IKEA) อีกครั้ง

แม้ว่าระยะสั้นเราคาดว่าจะเห็นการเปิดตัวโครงการใหม่ของบริษัทน้อยลง แต่อย่างไรก็ตามเรามองว่าระยะยาว SF ยังมีความน่าสนใจจากโอกาสในการร่วมลงทุนกับพันธมิตร (IKEA) ในโครงการ MEGA 2 หลังจากที่โครงการ MEGA Bangna ได้รับผลตอบแทนจากผู้บริโภคเป็นอย่างดี ซึ่งโครงการใหม่ดังกล่าวจะทำให้พื้นที่ให้เช่าของกลุ่มบริษัท SF ขยายตัวอย่างก้าวกระโดดอีกครั้งเหมือนเช่นที่เกิดขึ้นในปี 55 นี้ (ดูกราฟหน้า 2 ประกอบ) ซึ่งก่อนหน้านี้ผู้บริหารโครงการ MEGA Bangna เปิดเผยว่ามีแผนลงทุนเปิดศูนย์การค้า MEGA อีก 2 แห่งภายใน 10 ปีนี้

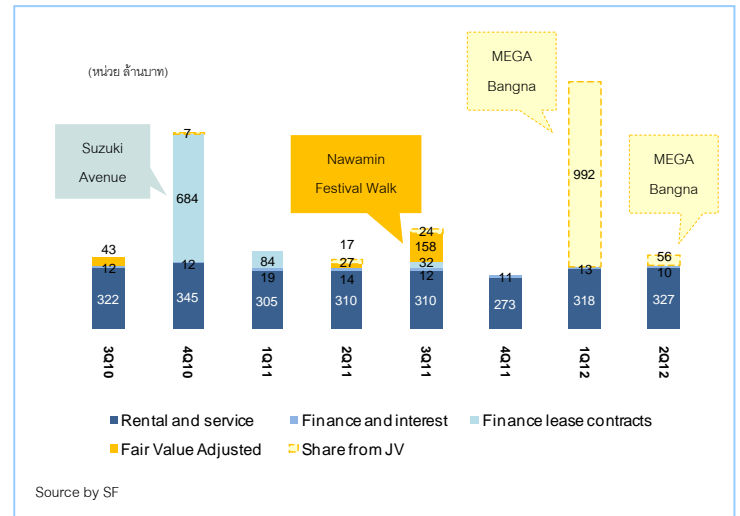
เปลี่ยนคำแนะนำเป็น "ถือ" (จากเดิม "ซื้อ") ติดตามความคืบหน้าการลงทุนใหม่ๆ ต่อไป

แม้ว่าการปรับกลยุทธ์การลงทุนโครงการใหม่โดยเน้นความ Conservative มากขึ้นทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรปี 56 และมูลค่าเหมาะสมของ SF ลง อย่างไรก็ตาม ระยะยาวหุ้น SF ยังมีความน่าสนใจจากโอกาสในการร่วมมือกับพันธมิตร (IKEA) เพื่อลงทุนโครงการขนาดใหญ่อีกครั้ง เราจึงเปลี่ยนคำแนะนำเป็น "ถือ" (จากเดิม "ซื้อ") เพื่อติดตามความคืบหน้าการลงทุนใหม่ๆ ต่อไป

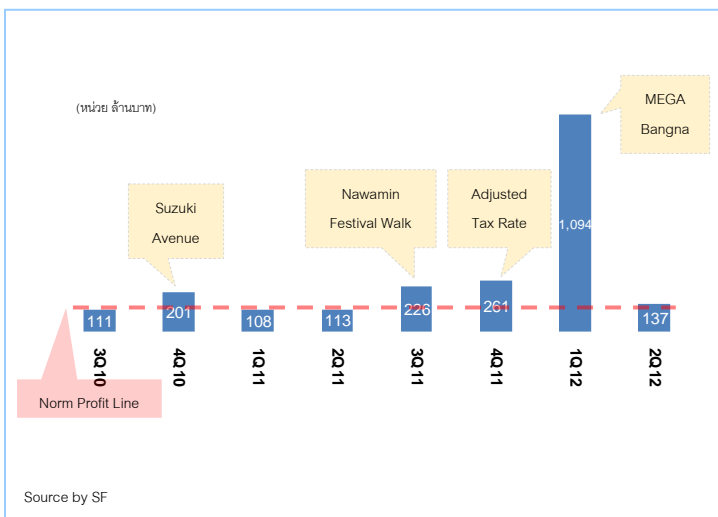
กำไรสุทธิรายไตรมาส เปรียบเทียบระหว่างปี 2012 กับปี 2011



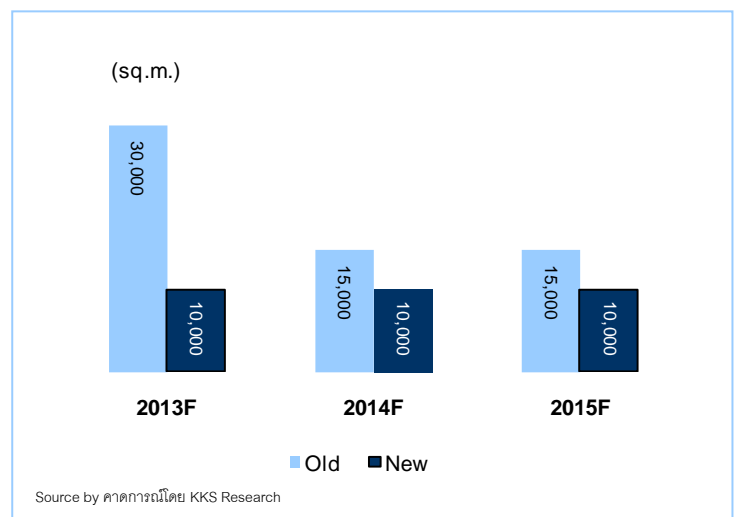
แนวโน้มรายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจรายไตรมาส (3Q10 - 2Q12)



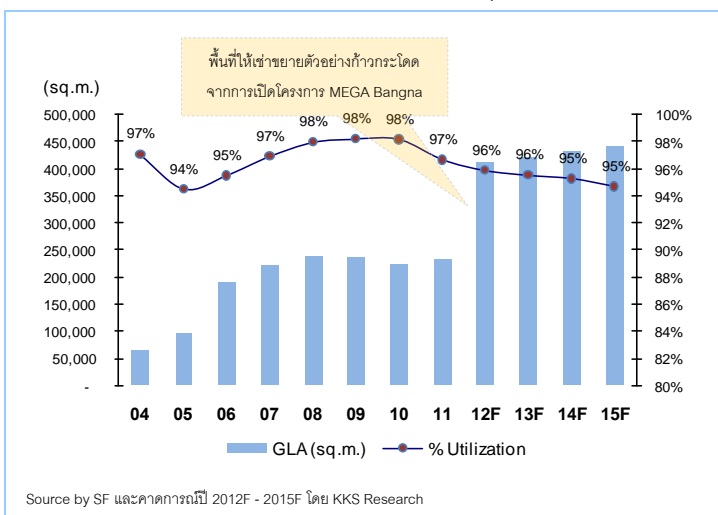
แนวโน้มกำไรสุทธิรายไตรมาส (3Q10 - 2Q12)



ปรับลดประมาณการพื้นที่ให้เช่าที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการลงทุนโครงการใหม่



แนวโน้มการเติบโตพื้นที่ให้เช่าและอัตราการใช้พื้นที่เช่าของกลุ่ม SF (2004 - 2015F)



การประเมินราคาเหมาะสม (12 เดือน) หุ้น SF

Valuation by DCF	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
CFO	379	787	643	667	703
CAPEX	(10)	(360)	(360)	(360)	(360)
Change in Debt	(209)	240	50	50	50
FCF	160	667	333	357	393
Excess Cash	415				
WACC	10%				
- K_e	11%				
- K_d	5%				
- $D/(D+E_q)$	25%				
- $E_q/(D+E_q)$	75%				
- Terminal value growth	8%				
Fair Price 2012	7.68 Baht				

Source by KKS Research



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	2,027	1,368	1,321	1,696
Costs of Sales	785	533	513	709
Gross profit	1,242	835	808	987
SG&A	193	183	191	205
Other income	111	198	1,163	530
EBIT	1,160	850	1,781	1,312
Depre. & amort'n	5	4	0	0
EBITDA	1,165	855	1,781	1,312
Interest expense	150	106	101	103
Pre-tax profit (loss)	1,010	744	1,680	1,208
Corporate Tax	291	(32)	135	187
After-tax profit	719	776	1,545	1,021
Extraordinary Items	0	0	0	0
Minority interest	202	67	0	0
Net profit	518	709	1,545	1,021
Norm. net profit	518	709	1,545	1,021

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	365	142	415	848
Current Assets	1,016	412	695	1,128
Fixed Assets	9,468	10,006	11,157	12,123
Total Assets	10,485	10,418	11,852	13,251
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	6,304
Paid-up Capital	1,030	1,036	1,170	1,170
Retained Earnings	1,935	2,489	4,019	4,807
Total Equity	4,269	4,498	6,160	6,947

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	518	709	1,545	1,021
Depre./Amortization	5	4	0	0
Change in work's cap	1,743	(590)	0	0
Operating Cash Flow	1,193	464	379	787
CAPEX	(76)	(168)	0	(350)
Free cash flows	1,116	296	379	437
New shares issued	239	0	134	0
Net financing cash flows	(993)	(712)	(92)	6
Net cash flows	(88)	33	328	433

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	61.3	61.1	61.2	57.2
EBITDA Margin	58.4	63.4	135.9	78.1
EBIT Margin	57.2	62.1	134.8	77.3
ROE	16.7	18.4	31.0	16.5
ROA	5.4	6.8	13.9	8.1

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	1.5
Quick Ratio	1.3	0.5	0.5	0.5

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	1.5	1.3	0.9	0.9
Int.-bearing Debt/Equity	0.5	0.5	0.3	0.3
Interest Coverage	7.7	8.0	17.6	12.7
Debt Service Coverage	1.9	2.4	1.1	1.6

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	39.2	(32.5)	(3.4)	28.4
EBITDA Growth	86.4	(26.7)	107.0	(26.3)
Normalized Profit Growth	182.8	37.0	117.9	(33.9)
Net Profit Growth	182.8	37.0	117.9	(33.9)
EPS Growth	101.6	36.1	92.6	(33.9)

Per/Share Data (Bt)				
EPS	0.50	0.69	1.32	0.87
DPS	0.15	0.14	0.20	0.20
BV	3.47	4.01	4.97	5.64

Multiplier (x)				
PE	15.2	11.2	5.8	8.8
P/BV	2.2	1.9	1.5	1.4
Dividend yield (%)	2.0	1.8	2.6	2.6






ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ

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

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน		การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์		
คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์		รายละเอียด	มี	ไม่มี
ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป	1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%	2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป	3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น			

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้ เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคคร่าวๆ นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)
 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือ นำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance			
ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการทำกับดักกิจการ (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 ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมีนโยบายหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	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 ลิ้มปรีชากรกุล	Apisit_l@kks.co.th
วิชชุตา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th	ณาติส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th	ส่วนสนับสนุนข้อมูล	
เบญจพล สุทธิวนิช	benjapho_l@kks.co.th	สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th	อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ดิษรณพ วัฒนเวดิน	dithanop_v@kks.co.th	ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th
		RESEARCH CALL CENTER	02 680 2111