

## จ่ายหุ้นปันผล 8 หุ้นเดิม : 1 และเงินปันผล 0.01389 บาท/หุ้น

วันจันทร์ที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556

▶ 4Q55 กำไร 34 ล้านบาท จากขาดทุนยกเลิกสัญญา & ขาดทุนจากเมกะบางนางวด 4Q55 กำไรสุทธิ 34 ล้านบาท ลดลงแรง 75% qoq มาจากขาดทุนจากการยกเลิกสัญญาเช่าทางการเงินกับ California Wow 170 ล้านบาท และส่วนแบ่งขาดทุนจากการบริษัทร่วมโครงการเมกะ บางนา (SF ถือ 49%) รวม 35 ล้านบาท เทียบกับงวดก่อนส่วนแบ่งกำไร 68 ล้านบาท อย่างไรก็ตามกำไรสุทธิ 4Q55 บันทึกรายได้จากกำไรจากการประเมินสินทรัพย์ของโครงการ SF รวม 71 ล้านบาท เพิ่มจากงวด 3Q55 ขาดทุนจากการประเมินสินทรัพย์ 19 ล้านบาท รวมถึงปรับปรุงรายการบัญชีเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายทางภาษีจากอัตรา 23% เหลือ 20% ทำให้รับรู้ผลประโยชน์ทางภาษีเพิ่ม 33 ล้านบาท หากพิจารณาการดำเนินงานของตัวบริษัท มีรายได้ค่าเช่าและบริการเพิ่มขึ้น 3% qoq อยู่ที่ 333 ล้านบาท ทั้งปี 2555 มีกำไรสุทธิรวม 1,400 ล้านบาท เติบโต 98% yoy มาจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม 1,081 ล้านบาท (เป็นกำไรจากการประเมินมูลค่า 1 พันล้านบาท) โครงสร้างทางการเงินสิ้นปี 2555 มี Net Gearing ลดลงอยู่ที่ 0.27 เท่า

## ▶ มีแผนเปิด 2 โครงการใหม่ พื้นที่ 2 หมื่นตารางเมตร ภายใน 4Q56

ปี 2556 SF มีแผนเปิดโครงการใหม่ 2 แห่ง รวมพื้นที่ให้เช่า 2 หมื่นตารางเมตร (แห่งละ 1 หมื่นตารางเมตร) ปัจจุบันรอเซ็นสัญญาเช่ากับเจ้าของที่ดินและผู้เช่ารายใหญ่ (Anchor) หากสำเร็จจะเปิดทัน 4Q56 และรับรู้รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงินรวม 30 ล้านบาทใน 3Q56 ขณะที่โครงการเดิมของ SF คาดเติบโตเฉลี่ยอย่างน้อย 5% โครงการปรับขึ้นค่าเช่าเป็นหลัก ส่วนบริษัทร่วมโครงการเมกะ บางนา จะเติบโตมากขึ้นหลังเปิดเต็มปีเป็นปีแรก โดยปัจจุบันมีอัตราเช่าสูง 99% และค่าเช่าเฉลี่ย 800 บาท/ตร.ม./เดือน ทำให้คาด SF น่าจะสามารถรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม 295 ล้านบาท อย่างไรก็ตามดีฝ่ายวิจัยปรับปรุงประมาณภายใน โดยไม่รวมกำไรจากการประเมินสินทรัพย์ของ SF เนื่องจากรายการดังกล่าวผันผวนค่อนข้างสูงในแต่ละไตรมาส (พิจารณาจากตารางด้านล่าง) ขึ้นอยู่กับสมมติฐานของผู้ประเมินราคาและเปิดโครงการใหม่ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2556-2561 เพิ่มขึ้นจากเดิมเฉลี่ย 7% โดยปี 2556 ประเมินรายได้ค่าเช่าและบริการ 1.41 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% yoy (ยังไม่ได้รวมโครงการใหม่ 2 แห่งจนกว่าจะเห็นความชัดเจนในเรื่องสัญญาเช่า) และกำไรสุทธิ 667 ล้านบาท (รวมส่วนแบ่งกำไร 295 ล้านบาท)

## ▶ ปรับลดเป็นขาย..จ่ายหุ้นปันผล 8 หุ้นเดิม : 1 และเงินปันผล 0.01389 บาท/หุ้น

บริษัทประกาศเพิ่มขึ้นหุ้นโดยออกหุ้นสามัญใหม่ 146,242 ล้านหุ้น (พาร์ 1 บาท) รองรับการจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend) อัตรา 8 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นปันผล หรือ คิดเป็นอัตราจ่ายเงินปันผล 0.125 บาท/หุ้น พร้อมประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด (Cash Dividend) อีกอัตราหุ้นละ 0.01389 บาท ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 02 เม.ย. 2556 และจ่ายเงินปันผลวันที่ 23 เม.ย. 2555 ทั้งนี้ผลกระทบต่อจำนวนหุ้นปรับเพิ่มขึ้น 12.5% จากจำนวนหุ้นก่อนประกาศจ่าย ทำให้ Fair Value ปี 2556 (ภายใต้ประมาณการใหม่ และ อิงวิธี DCF) ปรับลดลงจากระดับ 9.60 บาท มาอยู่ที่ประมาณ 8.54 บาท (เป็นมูลค่าเหมาะสมของโครงการ SF เองมูลค่า 4.32 บาท/หุ้น และมูลค่าโครงการร่วมทุน เมกา บางนา 4.22 บาท/หุ้น) จึงปรับลดคำแนะนำจาก ถือ เป็นขาย โดยแม้มีกระแสความคาดหวังเกี่ยวกับโครงการเมกะ แห่งที่ 2 (คาด SF ร่วมทุนกับ IKEA เหมือนเดิม) จะเห็นความชัดเจนภายในปีนี้ แต่ต้องใช้ระยะเวลาก่อสร้างประมาณ 4 ปี ส่วนการเจรจากับ AEON Mall เพื่อเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ ต้องรอความชัดเจนอีกครั้ง

## Kev Data (ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY53A	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F
ยอดขาย (ลบ)	2,027	1,368	1,324	1,413	1,477
กำไรสุทธิ (ลบ)	518	709	1,401	667	734
Norm Profit (ลบ)	434	557	1,557	667	734
Norm Eps (บาท)	0.42	0.54	1.33	0.51	0.56
BVS (บาท)	3.46	4.00	4.74	4.81	5.28
DPS (บาท)	0.15	0.01	0.01	0.08	0.11
Norm PER (เท่า)	23.5	18.4	7.4	19.5	17.8
PBV (เท่า)	2.9	2.5	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA (X)	11.3	18.3	21.9	21.2	19.8
Div.yield (%)	1.5%	0.1%	0.1%	0.9%	1.1%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ขาย

ราคาปัจจุบัน : 9.90 บาท

FV (ก่อน XD) : 9.60 บาท

FV (หลัง XD) : 8.54 บาท

มูลค่าตลาด : 11,582 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554

NR.

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2556F	0.51	0.53	-4%
2557F	0.56	0.60	-7%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
N/R	ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน	CGR

นวนพวรรณ น้อยรัชชกุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

nuanpun@asiaplus.co.th

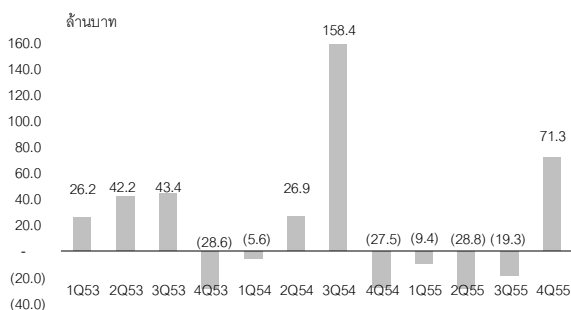
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## ผลประกอบการงวด 4Q55

(ล้านบาท)	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	% YoY	% QoQ	2555	2554	%YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	324	353	283	331	337	323	333	17.4%	3.0%	1,324	1,368	-3.3%
-ค่าเช่าบริการ	310	310	273	318	327	312	330	20.9%	5.8%	1,287	1,197	7.5%
-สัญญาเช่าการเงิน	0	32	0	0	0	0	0	NA	NA	0	115	NA
-รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ	14	12	11	13	10	11	3	-72.1%	-72.1%	37	56	-34.1%
ต้นทุนขาย	126	139	105	116	132	133	145	38.3%	9.0%	526	533	-1.3%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	41	41	55	44	44	54	56	1.0%	3.6%	197	183	7.4%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	17	24	(13)	992	56	68	(35)	163.2%	-151.1%	1,081	28	3764.6%
กำไร/ขาดทุนจากปรับมูลค่ายุติธรรม	27	158	(28)	(9)	(29)	(19)	71	-359.0%	-469.3%	14	152	-91.0%
กำไรสุทธิ	113	226	261	1,094	137	136	34	-87.1%	-75.2%	1,401	709	97.6%
EPS (บาท)	0.11	0.22	0.25	1.05	0.12	0.12	0.03	-88.5%	-75.2%	1.20	0.69	74.8%
Gross margin	61.2%	60.7%	63.1%	65.0%	60.8%	58.8%	56.5%			60.3%	61.1%	
SG&A/Sales	12.7%	11.6%	19.4%	13.3%	13.0%	16.6%	16.7%			14.9%	13.4%	
Net Profit margin	35.0%	64.0%	92.1%	330.6%	40.7%	42.2%	10.2%			105.8%	51.8%	

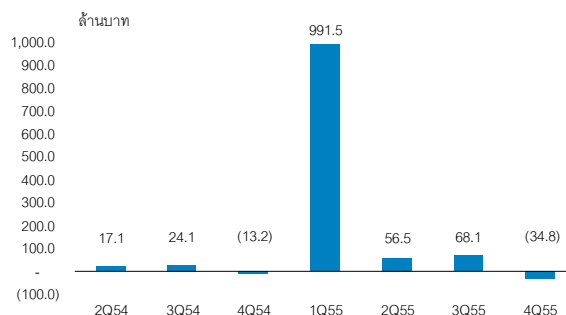
ที่มา : บริษัท

## กำไร/ขาดทุนจากการประเมินสินทรัพย์รายไตรมาส



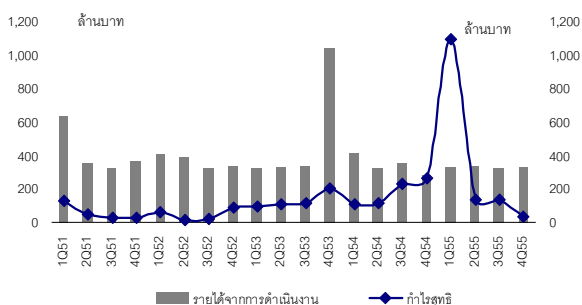
ที่มา : บริษัท

## ส่วนแบ่งจากบริษัทร่วมรายไตรมาส



ที่มา : บริษัท

## ผลประกอบการรายไตรมาส



ที่มา : บริษัท

## Technical Graph



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้จากการดำเนินงาน	1,368	1,324	1,413	1,477	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(533)	(526)	(544)	(569)	กำไรสุทธิ	744	1,447	667	734
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>835</b>	<b>798</b>	<b>869</b>	<b>908</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(183)	(197)	(212)	(221)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	17	14	27	39
ดอกเบี้ยจ่าย	(106)	(102)	(101)	(106)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	(113)	(905)	-	-
รายได้อื่น	18	23	23	24	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(184)	(354)	63	5
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	592	1,603	874	960	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>464</b>	<b>202</b>	<b>757</b>	<b>779</b>
ภาษีเงินได้	32	(42)	(175)	(192)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
<b>กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>557</b>	<b>1,557</b>	<b>667</b>	<b>734</b>	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	152	(156)	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	448	1	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>709</b>	<b>1,401</b>	<b>667</b>	<b>734</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(168)	(74)	(500)	(500)
Norm EPS	0.54	1.33	0.51	0.56	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>281</b>	<b>(73)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
EPS	0.68	1.20	0.51	0.56	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(560)	(142)	(353)	(50)
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	-33%	-3%	7%	4%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2	-	133	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	28%	180%	-57%	10%	ลด จ่ายปันผล	(155)	(14)	(16)	(111)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	61.1%	60.3%	61.5%	61.5%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(712)</b>	<b>(156)</b>	<b>(237)</b>	<b>(161)</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	40.7%	117.6%	47.2%	49.7%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>33</b>	<b>(27)</b>	<b>20</b>	<b>117</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้จากการดำเนินงาน	331	337	323	333	เงินสด & เงินฝาก	142	85	105	222
ต้นทุนขาย	(116)	(132)	(133)	(145)	ลูกหนี้การค้า	76	66	79	82
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>215</b>	<b>205</b>	<b>190</b>	<b>188</b>	สินค้าคงเหลือ	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(44)	(44)	(54)	(56)	สินทรัพย์หมุนเวียน	412	388	420	541
ดอกเบี้ยจ่าย	(27)	(25)	(25)	(25)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>10,418</b>	<b>11,430</b>	<b>11,936</b>	<b>12,517</b>
รายได้อื่น	5	6	5	7					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,141	198	184	80	เจ้าหนี้การค้า	8	9	9	9
ภาษีเงินได้	(30)	(25)	(21)	33	หนี้สินหมุนเวียน	766	1,862	807	816
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(8)	(8)	(7)	19	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>5,919</b>	<b>5,527</b>	<b>5,249</b>	<b>5,208</b>
<b>กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>1,103</b>	<b>166</b>	<b>156</b>	<b>132</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	1,036	1,170	1,316	1,316
รายการพิเศษอื่น ๆ	(9)	(29)	(19)	(98)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	621	634	621	621
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,094</b>	<b>137</b>	<b>136</b>	<b>34</b>	กำไรสะสม	2,489	3,745	4,396	5,018
Norm EPS	1.06	0.14	0.13	0.11	จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย	74	105	118	118
EPS	1.05	0.12	0.12	0.03	ยังไม่ได้จัดสรร	2,415	3,641	4,278	4,900
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	16.7%	1.9%	-4.3%	3.0%					
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	282.0%	-85.0%	-6.2%	-15.2%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	350	354	354	354
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	65.0%	60.8%	58.8%	56.5%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด</b>	<b>4,148</b>	<b>5,549</b>	<b>6,333</b>	<b>6,955</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	33.4%	49.2%	48.2%	39.7%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>10,418</b>	<b>11,430</b>	<b>11,936</b>	<b>12,517</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.54	0.21	0.52	0.66	สัดส่วนรายได้				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	18.12	19.99	18.00	18.00	- รายได้ค่าเช่าและบริการ	92%	100%	100%	100%
ความสามารถในการชำระหนี้ (เท่า)	6.57	16.69	9.62	10.09	- รายได้จากสัญญาเช่าการเงิน	8%	0%	0%	0%
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.47	0.34	0.24	0.19	พื้นที่ให้เช่า (ตารางเมตร)	231,795	371,018	371,018	371,018
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.51	0.35	0.25	0.22	อัตราการเช่า (%)	97%	97%	97%	97%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)	5.3%	14.3%	5.7%	6.0%	Gross Margin (%)	61.1%	60.3%	61.5%	61.5%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)	14.4%	32.1%	11.2%	11.0%	SG&A/Sales	13.4%	14.9%	15.0%	15.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP