

# สยามฟิวเจอร์ SF TB

**27 กุมภาพันธ์ 2556**

## Shift to the futures

### ประเด็นการลงทุน

เราคงคำแนะนำ ชื้อ SF ด้วยราคาเหมาะสม 14.32 บาท (ก่อน XD) ซึ่งยังไม่รวม Upside จากการร่วมมือทางธุรกิจกับพันธมิตรรายเดิมและรายใหม่ในการพัฒนาพื้นที่ร้านค้าให้เข้าในขนาดอันใกล้

### ปัจจัยหนุนราคาหุ้นจะมาจาก

- 1) โครงการระยะสั้น คาดประกาศภายใน 2Q12 คาดว่า SF จะเพิ่มพื้นที่พัฒนาให้เช่าร้านค้าอีกราว 30,000 ตรม. ร่วมทุนกับธุรกิจค้าปลีกรายใหญ่ประเภท Hyper market ในประเทศ โดยโครงการคาดว่าจะเริ่มปลายปีนี้ (ราคาเหมาะสม จะเพิ่มขึ้นราว 2 บาท/หุ้น) โดยจะรับราคา Upfront fee เข้าปลายปีนี้ทันที และในระยะ 3 ปี ข้างหน้า เราคาดว่า SF อาจจะได้รับรายได้จากการขายพื้นที่เช่าดังกล่าวเข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์
- 2) โครงการพัฒนา Community mall ขนาดใหญ่ร่วมกับผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ใหญ่ในประเทศ คาดตกลงและออกข่าวไม่เกินกลางปีนี้ และประกาศเป็นทางการ 3Q13 ก่อนเริ่มสร้างปลายปีนี้
- 3) โครงการระยะยาวร่วมกับกลุ่ม AEON Mall ของญี่ปุ่น
- 4) โครงการระยะยาวร่วมกับกลุ่ม IKEA (MEGA 2)

โดยแหล่งเงินทุน (Source of funds) ในการขยายธุรกิจ เราคาดว่า SF จะเลือกการร่วมทุน ใช้โมเดลเหมือนกับ เมกาบางนา แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทฯยังสามารถใช้แหล่งเงินทุนเพิ่ม หลังจากบริษัทฯได้คืนเงินกู้ (หุ้นกู้) ก่อนกำหนดเมื่อปี 2012 ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงมาอยู่ที่ 0.3 เท่า

### การจับมือกับพันธมิตรรายใหญ่พลิก Business model ของ SF

จากการที่มีคู่แข่งรายใหม่ ดำเนินธุรกิจ Community mall แข่ง ซึ่งเคยเป็นประเด็นที่กดดัน SF เราคาดว่าได้จบลงไปแล้ว เพราะหลังจาก SF มีพันธมิตรรายใหญ่หนุนธุรกิจ และได้ผลประโยชน์ร่วมกัน (Win-Win) จากการพัฒนาห้าง Community mall ไปพร้อมกับการขยายสาขาของผู้ประกอบการค้าปลีกรายใหญ่, การสร้าง Community mall บนที่ดินเดิมของผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งช่วยให้ SF เติบโตไปพร้อมกับพันธมิตร และต้นทุนในการพัฒนาที่ดินยังได้เปรียบคู่แข่งเป็นอย่างมาก

### ความเสี่ยงขาลงของราคาหุ้นควรมีจำกัด

นอกจาก Upside risk ต่อการปรับเปลี่ยนประมาณการณ์กำไร จะหนุนราคาหุ้น เราคาดว่าความเสี่ยงขาลงของราคาหุ้นในระยะสั้นยังมีจำกัด เพราะ คาดกลุ่ม MAJOR จะซื้อหุ้น SF ในกระดานเพิ่ม อิงจากนโยบายลงทุนของ MAJOR ในหุ้น SF ที่ประกาศจะคงสัดส่วน ไม่น้อยกว่า 20% ของทุนจดทะเบียน SF ทำให้คาดว่ากลุ่ม MAJOR มีโอกาสจะซื้อหุ้น SF ในกระดานเพิ่ม หลังจากได้ลดสัดส่วนการถือหุ้นลงไปเมื่อ 4Q12 ที่ผ่าน มา จาก 25% เหลือ 20%

เราแนะนำ ชื้อ ด้วยราคาเหมาะสม 14.32 บาท (ก่อนขึ้นเครื่องหมาย XD รับหุ้นปันผล) ด้วยวิธี DCF อิงอัตราส่วนลด WACC 9% และอัตราการเติบโตระยะยาวที่ 5.7%

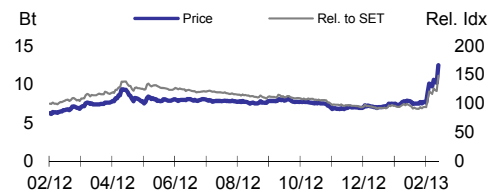
### Sector: Property & Construction

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 14.32 บาท

ราคา (26/02/13): 12.30 บาท

### Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	55.3	62.3	38.5
Absolute	62.3	82.5	73.6

### Key Statistics

Market cap	Bt14.6bn	USD0.5bn
12-mth price range	Bt6.7/Bt13.1	
12-mth avg daily volume	Bt67m	USD2.2m
# of shares (m)	1,170	
Est. free float (%)	51.2	
Foreign limit (%)	49.0	

### Financial Summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	1,312	1,287	1,364	1,548
Net profit (Btm)	709	1,401	574	719
EPS (Bt)	0.69	1.36	0.49	0.61
EPS grow th (%)	+37.0%	+97.4%	-63.9%	+25.4%
Core profit (Btm)	511	283	574	719
Core EPS (Bt)	0.69	1.36	0.49	0.61
Core EPS grow th (%)	+37.0%	+97.4%	-63.9%	+25.4%
PER (x)	17.9	9.1	25.1	20.0
PBV (x)	2.9	2.4	2.3	2.1
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2
Dividend yield (%)	1.1	1.1	1.2	1.5
ROE (%)	18.4	28.9	10.0	11.5

### CG Rating

N/A

วิกิจ ธีรวรรณรัตน์

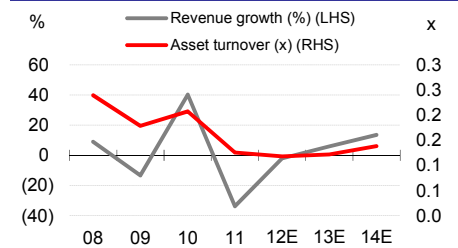
Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

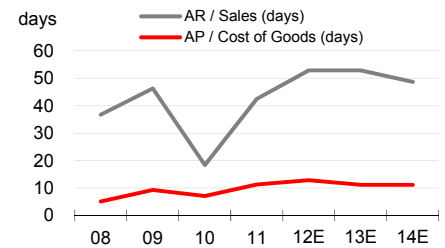
## SF : Financial Tables – Year

<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
Revenue	1,980	1,312	1,287	1,364	1,548
Cost of sales and services	(785)	(533)	(526)	(660)	(674)
<b>Gross profit</b>	<b>1,195</b>	<b>779</b>	<b>761</b>	<b>704</b>	<b>874</b>
SG&A	(192)	(183)	(197)	(220)	(245)
<b>EBIT</b>	<b>1,003</b>	<b>596</b>	<b>564</b>	<b>484</b>	<b>629</b>
Finance costs	(150)	(106)	(102)	(85)	(64)
Other income/exp.	47	56	(133)	50	50
<b>EBT</b>	<b>899</b>	<b>546</b>	<b>329</b>	<b>449</b>	<b>614</b>
Corporate tax	(291)	32	(42)	(157)	(194)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>608</b>	<b>578</b>	<b>287</b>	<b>292</b>	<b>420</b>
Minority interest	(202)	(67)	(4)	(53)	(57)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	335	357
Extra items	111	198	1,118	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>518</b>	<b>709</b>	<b>1,401</b>	<b>574</b>	<b>719</b>
Reported EPS	0.50	0.69	1.36	0.49	0.61
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.50</b>	<b>0.68</b>	<b>1.20</b>	<b>0.49</b>	<b>0.61</b>
<b>Core net profit</b>	<b>407</b>	<b>511</b>	<b>283</b>	<b>574</b>	<b>719</b>
Core EPS	0.50	0.69	1.36	0.49	0.61
<b>EBITDA</b>	<b>1,073</b>	<b>669</b>	<b>445</b>	<b>546</b>	<b>690</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	40.4	(33.7)	(1.9)	6.0	13.5
Gross margin (%)	60.4	59.4	59.1	51.6	56.4
EBITDA margin (%)	54.2	51.0	34.6	40.0	44.6
Operating margin (%)	53.0	49.7	33.5	39.2	43.8
Net margin (%)	26.1	54.0	108.9	42.1	46.5
Core profit margin (%)	20.5	38.9	22.0	42.1	46.5
ROA (%)	5.4	6.8	12.8	5.1	6.4
ROCE (%)	8.0	10.6	19.1	7.3	9.1
Asset turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	1.3	0.5	0.2	0.7	0.8
Gearing ratio (x)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	6.7	5.6	5.5	5.7	9.8
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	55	87	61	96	101
Accounts receivable	99	153	187	198	207
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	6,944	7,384	7,638	8,303	8,565
Other assets	2,524	2,622	3,404	2,260	2,329
<b>Total assets</b>	<b>10,485</b>	<b>10,418</b>	<b>11,430</b>	<b>11,004</b>	<b>11,352</b>
Accounts payable	15	16	18	20	21
ST debts & current portion	372	353	1,483	213	213
Long-term debt	1,985	1,861	573	1,162	966
Other liabilities	3,843	3,689	3,453	2,696	2,490
<b>Total liabilities</b>	<b>6,215</b>	<b>5,919</b>	<b>5,527</b>	<b>4,092</b>	<b>3,691</b>
Paid-up capital	1,030	1,036	1,170	1,170	1,170
Share premium	599	621	634	634	634
Retained earnings	1,935	2,489	3,745	4,157	4,704
<b>Shareholders equity</b>	<b>3,565</b>	<b>4,148</b>	<b>5,549</b>	<b>5,961</b>	<b>6,508</b>
Minority interests	704	350	354	407	465
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>10,484</b>	<b>10,418</b>	<b>11,430</b>	<b>10,459</b>	<b>10,663</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	518	709	1,401	574	719
Depreciation and amortization	23	17	14	12	12
Change in working capital	167	(69)	113	(9)	(9)
FX, non-cash adjustment & others	485	(193)	(320)	440	181
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,193</b>	<b>464</b>	<b>1,208</b>	<b>1,016</b>	<b>904</b>
Capex (Invest)/Divest	(76)	(168)	(74)	(26)	(24)
Others	(211)	448	1	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(287)</b>	<b>281</b>	<b>(73)</b>	<b>(26)</b>	<b>(24)</b>
Debt financing (repayment)	(1,097)	(165)	(157)	(681)	(195)
Equity financing	240	29	15	0	0
Dividend payment	(123)	(155)	(144)	(163)	(172)
Others	(211)	448	1	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(993)</b>	<b>(712)</b>	<b>(286)</b>	<b>(843)</b>	<b>(368)</b>
Net change in cash	(88)	33	849	147	513
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>1,116</b>	<b>296</b>	<b>1,134</b>	<b>990</b>	<b>880</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.1</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>
<b>Key Assumptions</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
Sale growth (%)	0	(34)	(2)	6	14
Occupancy rate (%)	0.0	n.a.	0.9	0.9	0.9

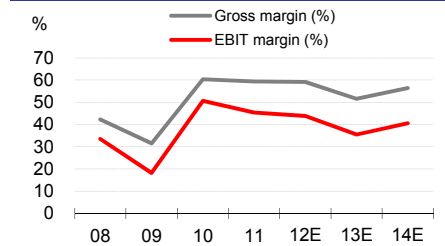
### Revenue growth and asset turnover



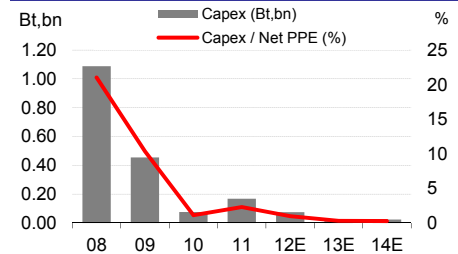
### A/C receivable & A/C payable days



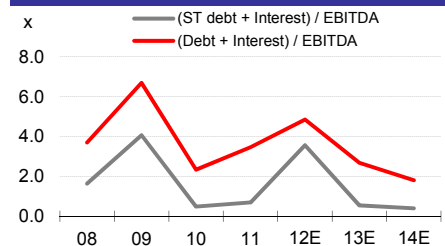
### Profit margins



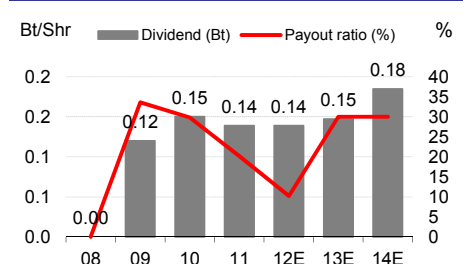
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Revenue	341	272	318	327	312
Cost of sales and services	(139)	(105)	(116)	(132)	(133)
Gross profit	203	168	202	195	179
SG&A	(41)	(55)	(44)	(44)	(54)
<b>EBIT</b>	<b>162</b>	<b>112</b>	<b>158</b>	<b>151</b>	<b>125</b>
Finance costs	(27)	(27)	(27)	(25)	(25)
Other income/exp.	15	16	18	16	16
<b>EBT</b>	<b>150</b>	<b>101</b>	<b>149</b>	<b>142</b>	<b>116</b>
Corporate tax	(100)	242	(30)	(25)	(21)
After-tax net profit (loss)	50	343	120	117	95
Minority interest	(7)	(41)	(8)	(8)	(7)
Equity earnings from affiliates	24	(13)	992	56	68
Extra items	158	(28)	(9)	(29)	(19)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>226</b>	<b>261</b>	<b>1,094</b>	<b>137</b>	<b>136</b>
Reported EPS	0.22	0.25	1.05	0.13	0.12
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.22</b>	<b>0.25</b>	<b>1.05</b>	<b>0.13</b>	<b>0.12</b>
<b>Core net profit</b>	<b>68</b>	<b>289</b>	<b>111</b>	<b>109</b>	<b>88</b>
Core EPS	0.07	0.28	0.11	0.11	0.07
<b>EBITDA</b>	<b>166</b>	<b>117</b>	<b>162</b>	<b>155</b>	<b>128</b>

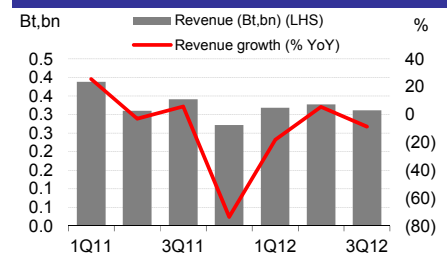
### KEY RATIOS

Gross margin (%)	59.4	61.6	63.6	59.6	57.4
EBITDA margin (%)	48.7	42.9	51.1	47.3	41.2
Operating margin (%)	47.4	41.3	49.8	46.2	40.1
Net margin (%)	66.2	95.9	343.9	41.9	43.8
Core profit margin (%)	19.8	106.1	35.1	33.4	28.1
BV (Bt)	4.0	4.3	5.3	5.5	5.0
ROE (%)	24.0	26.0	93.2	10.3	10.0
ROA (%)	8.8	10.0	40.1	4.8	4.7
Current ratio (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9
Interest coverage (x)	6.1	4.2	5.9	6.1	4.9

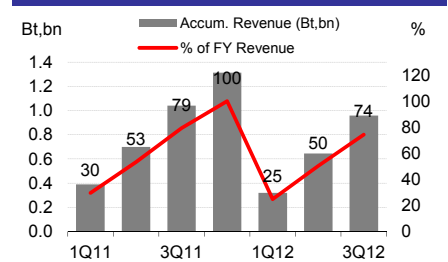
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	133	87	74	78	51
Accounts receivable	116	122	91	97	96
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	7,370	7,384	7,405	7,419	7,440
Other assets	2,768	2,824	3,839	3,883	3,937
<b>Total assets</b>	<b>10,388</b>	<b>10,418</b>	<b>11,409</b>	<b>11,477</b>	<b>11,524</b>
Accounts payable	7	8	8	8	9
ST debts & current portion	185	248	131	146	248
Long-term debt	5,448	5,153	5,131	5,081	4,989
Other liabilities	556	511	539	498	389
<b>Total liabilities</b>	<b>6,196</b>	<b>5,919</b>	<b>5,809</b>	<b>5,732</b>	<b>5,635</b>
Paid-up capital	1,035	1,036	1,040	1,170	1,170
Share premium	619	623	634	634	634
Retained earnings	2,228	2,489	3,568	3,575	3,712
<b>Shareholders equity</b>	<b>3,882</b>	<b>4,148</b>	<b>5,242</b>	<b>5,379</b>	<b>5,516</b>
Minority interests	309	350	358	366	373
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>10,388</b>	<b>10,418</b>	<b>11,409</b>	<b>11,477</b>	<b>11,524</b>

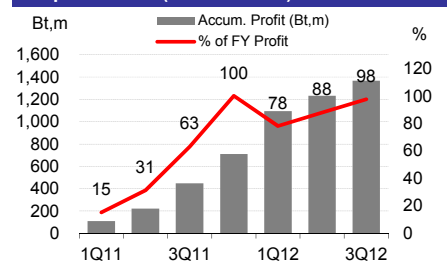
### Revenue trend



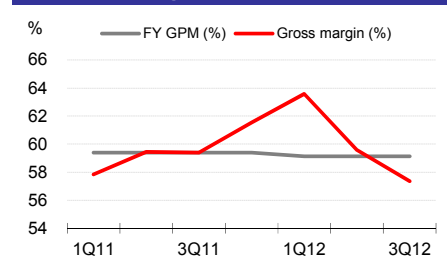
### Revenue trend (accumulated)



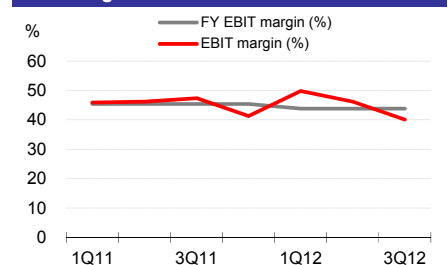
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### Company profile

บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ ประกอบธุรกิจทางด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า เน้นการเปิดศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) โดยบริษัทจะจัดหาที่ดินตามความต้องการของลูกค้า และนำมาพัฒนาเป็นศูนย์การค้าหรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีก เพื่อเปิดให้บริการเช่าพื้นที่ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงให้บริการการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบการ และให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดจนอายุสัญญาในการเช่าพื้นที่ รายได้หลักของบริษัทมาจากกรให้บริการหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1. รายได้ค่าเช่าและการบริหารพื้นที่ในโครงการ 2. รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงิน 3. รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ และ รายได้อื่นๆ ในส่วนของสาธารณูปโภค

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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		

### Score Range

90 – 100  
80 – 89  
70 – 79  
60 – 69  
50 – 59  
Below 50

### Score Range



No logo given

### Description

Excellent  
Very Good  
Good  
Satisfactory  
Pass  
N/A

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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.

## 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.