

BUY Bt7.20 SET : 1570.64

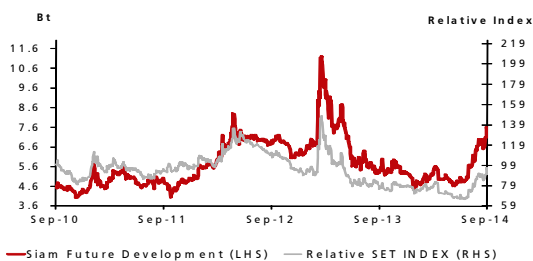
Price Target : 12-month Bt9.52

Potential Catalyst : Expansion to Mega-Rangsit / Mega-Bang Yai

Analyst

Pongpat Siripipat (66) 2657 7825
pongpat@th.dbsvickers.com

Price Chart



Forecasts and Valuation

FY Dec (Bt m)	2013A	2014F	2015F	2016F
Total revenues	1,658	1,815	1,962	2,089
Share profit from JV	292	450	570	684
Pre-tax Profit	1,658	1,815	1,962	2,089
Net profit	512	721	826	905
EPS (Bt)	0.39	0.487	0.56	0.61
EPS Gth(%)	-67.5%	24.9%	14.6%	9.6%
PE (X)	18.46	14.78	12.90	11.77

Consensus EPS (Bt): 0.56 0.63 0.47

Sector : Property Development

Principal Business: The Company is a shopping center development and management.

Corporate Governance
CG Report



ไปเที่ยว IKEA กัน

- เมกา-บางนาที่มีผู้เช่าหลักอย่าง IKEA เป็นปัจจัยหลักที่หนุนการเติบโตของกำไรของ SF
- ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในครึ่งปีหลัง คาดว่าจะเติบโตเพิ่มจากครึ่งปีแรก 21.16% HoH
- มีโอกาสบันทึกกำไรพิเศษ 1 พันล้าน หรือ คิดเป็น 2 เท่าของกำไรปกติ “หากขายที่ดินได้” โดยบริษัทกำลังพิจารณาว่าจะขายหรือเช่าระยะยาว คาดมีข้อสรุปปลายปี
- เมกา-รังสิตและเมกา-บางใหญ่ หนุนกำไรระยะยาว แต่ปัจจุบันยังไม่คืบหน้า ต้องใช้เวลา 3-5 ปี ในกรณีดีที่สุด หากเปิดดำเนินการได้จะเพิ่มมูลค่าให้กับ SF เบื้องต้นอีก 3.50 บาท(เมกา-รังสิต)และ 1.40 บาท(เมกา-บางใหญ่) โดยใช้สมมุติฐานเดียวกับเมกา-บางนาที่คำนวณจากเนื้อที่โครงการ
- แนะนำซื้อลงทุน โดยให้ราคาพื้นฐาน 9.52 บาท อิงกับ P/E ปี 2558 ที่ 17 เท่าที่เป็นค่าเฉลี่ยและมี Discount 30% จากบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดียวกัน ซึ่งยังไม่รวมเมกา-รังสิตและเมกา-บางใหญ่ ไว้ในประมาณการเนื่องจากยังไม่มี ความชัดเจน

At A Glance

Issued Capital (m shrs)	1,481
Mkt. Cap (Btm/US\$m)	10,660 / 331
Major Shareholders (%)	
MAJOR (%)	23.5
Witoonchart family (%)	10.3
Lucky Securities, Inc. (%)	8.1
Free Float (%)	46.7
Avg. Daily Vol.(‘000)	7,928

ประเด็นสำคัญ

เมกา-บางนายังเป็นปัจจัยหลัก...หนุนการเติบโตของกำไร
แนวโน้มกำไรจากกิจการร่วมค้าของ SF ชื่อ บจ. เอสเอฟ ดีเวล ลอป
เมนต์ที่ SF ถือหุ้นอยู่ 49% ดำเนินกิจการบริหารศูนย์การค้าเมกา-
บางนา โดยมี IKEA เป็นผู้เช่าหลัก กิจการร่วมค้าแห่งนี้มีแนวโน้ม
กำไรเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทางบริษัทประเมินว่า SF จะได้ส่วนแบ่งกำไร
และเงินปันผลจากบริษัทแห่งนี้เพิ่มขึ้น 20% ต่อปี เราประเมินว่ามี
ความเป็นไปได้ โดยในปีนี้อคาดว่า SF จะได้รับส่วนแบ่งกำไร+เงินปัน
ผลอยู่ที่ 450 ล้านบาทและในปีหน้าที่ 570 ล้านบาท โอกาสในการ
เติบโตมาจากการให้เช่าพื้นที่ภายนอกอาคาร+ค่าโฆษณาจากป้าย
ต่างๆในพื้นที่ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยปัจจุบันสัดส่วนกำไรในส่วนของ
กิจการร่วมค้าแห่งนี้ คิดเป็นสัดส่วนมากกว่าครึ่งหนึ่งของกำไรสุทธิทั้ง
หมดแล้ว และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 57% ในปี 2013 เป็น
62% ในปี 2014 และเพิ่มขึ้นเป็น 69% ในปี 2015 ในขณะที่กำไรใน
ส่วนธุรกิจหลักเติบโตแบบค่อยเป็นค่อยไป

ธุรกิจผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว...และจะค่อยๆฟื้นตัวขึ้น โดย
ผลกระทบจากปัญหาทางด้านการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อการ
ตัดสินใจเช่าของผู้เช่าเราประเมินว่าได้ผ่านจุดที่แย่ที่สุดไปแล้ว
ในขณะที่สัญญาณของการเช่ารายใหม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง
โดยในส่วนของศูนย์การค้า ดิ อเวนิว แจ้งวัฒนะ เริ่มเข้าสู่ภาวะปกติ
มากขึ้น ส่วนลดที่ทางบริษัทเคยให้กับผู้เช่าสิ้นสุดลงและค่าเช่าจะ
กลับมาสู่ในระดับเดิมอีกครั้งตั้งแต่ครึ่งหลังของปีนี้ ในขณะที่แนวโน้ม
การเช่าในส่วนของศูนย์การค้าอื่นก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็นไปใน
ทิศทางเดียวกัน โดย Esplanade มีผู้เช่าเพิ่มขึ้น แต่ส่วนใหญ่ยังเป็น
รายเล็กที่ยังไม่ได้ส่งผลกระทบต่อภาพรวมของบริษัทได้มากนัก

ครึ่งปีหลังจะฟื้นตัวขึ้น คาดกำไรเพิ่มขึ้น 21% จากครึ่งปีแรก
ล่าสุดโครงการดิ อเวนิว พัทยา ได้ลูกค้าหลักเป็น Premium Outlet
เนื้อที่ 6,000 ตรม. แม้ว่ารายได้คาดว่าจะไม่อยู่ในระดับสูงนัก 24
ล้านบาทต่อปี แต่รายได้เกือบทั้งหมดจะเข้าสู่กำไรสุทธิ โดยจะเห็น
ผลที่ชัดเจนในปีหน้าเต็มปี โดยจะเริ่มดำเนินการในเดือน พ.ย. นี้
แนวโน้มรายได้เกือบทั้งหมดจะเข้าสู่กำไรเช่นเดียวกัน เนื่องจาก
ต้นทุนผันแปรมีสัดส่วนน้อย โดยเราประเมินว่าในครึ่งปีหลังผล
ประกอบการจะดีขึ้นต่อเนื่อง หรือ เติบโตกว่า 21.16% เมื่อเทียบกับ
ครึ่งปีแรก โดยประเมินกำไรปีนี้ทั้งปีเท่ากับ 721 ล้านบาท จากครึ่งปี
แรกที่ทำได้ 326 ล้านบาท ซึ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นหลักๆยังมาจาก เมกา-
บางนา

ธุรกิจนี้ถือว่าเป็นธุรกิจที่มีอัตราส่วนกำไรสุทธิสูง โดยเฉลี่ยมี
อัตรากำไรสุทธิ(Net profit margin)อยู่ที่ 30% การที่บริษัทมีรายได้
เพิ่มขึ้น แนวโน้มกำไรจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว แนวโน้มรายได้ในส่วน
ของธุรกิจหลักที่ได้ประโยชน์จากความชัดเจนทางการเมือง ในขณะที่
กำไรของกิจการร่วมค้าในส่วนของ เมกา-บางนาที่มีสัดส่วนของกำไร
57% ของกำไรสุทธิรวม มีแนวโน้มเติบโตขึ้นมากกว่า 20% ในช่วง 1-
2 ปีข้างหน้า

เมกา-บางนา...ได้กำไรเพิ่มจากงานอีเวนต์กลางแจ้ง+โฆษณา
แม้ว่าอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจะเต็ม 100% แล้ว แต่บริษัทสามารถหา
รายได้พิเศษจากพื้นที่ภายนอกอาคารที่สามารถนำมาทำเป็นงาน
แสดงสินค้าภายนอกอาคาร นอกจากนี้ยังได้รายได้เพิ่มในส่วนของ
ป้ายโฆษณาภายในเมกา-บางนา ซึ่งคาดว่าสัดส่วนของกำไร+เงินปัน
ผลจากกิจการร่วมค้าจะเพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่ 291 ล้านบาทมาอยู่ที่
450 ล้านบาทในปีนี้อย่างแน่นอน

อาจบันทึกกำไรพิเศษสูงถึง 2 เท่าของกำไรปกติ...รู้ผลปลายปี
บริษัทกำลังเจรจาที่จะขายหรือเช่าที่ดินระยะยาวบริเวณใกล้เมกา-
บางนา ซึ่งที่ดินผืนนี้ได้มาตั้งแต่การเริ่มก่อสร้างเมกา-บางนา โดย
บริษัทซื้อที่ดินมาทั้งหมด 300 ไร่ ในราคาไร่ละ 10 ล้าน แต่ใช้ในการ
พัฒนาจริง 250 ไร่ ทำให้เหลือพื้นที่อีก 50 ไร่ ซึ่งในปัจจุบันบริษัทได้
บันทึกราคาทางบัญชีไว้ที่ไร่ละ 16 ล้านบาท แต่ปัจจุบันราคาใน
ตลาดสูงถึงไร่ละ 40 ล้าน ซึ่งบริษัทกำลังดำเนินการให้เช่าในระยะ
ยาวหรือขาย ซึ่งหากบริษัทสามารถขายได้จะส่งผลให้บริษัทมีกำไร
พิเศษจากการขายประมาณ 1,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นเกือบ
200% ของกำไรปกติในปีก่อนที่มีกำไร 511 ล้าน อย่างไรก็ตาม
ตลาดทยอยรับรู้ประเด็นนี้ไปในระดับหนึ่งบ้างแล้ว โดยเราได้ให้
ข้อมูลเบื้องต้นไปหลังจากกลับจากประชุมกับบริษัทตั้งแต่ต้นเดือน
ก.ย. ที่ผ่านมา

มีแนวโน้มจ่ายปันผลเป็นเงินสด...หลังปีก่อนจ่ายเป็นหุ้น แต่
อัตรากำไรปันผลจะยังไม่สูงไม่เกิน 2% เนื่องจากอยู่ในช่วงการลงทุน
โครงการใหญ่ 2 โครงการ ทั้งในส่วนของเมกา-รังสิต และ เมกา-บาง
ใหญ่ ซึ่งต้องใช้เงินลงทุนสูงและส่วนใหญ่มาจากกองทุน ทำให้แม้ว่าใน
กรณีที่ดีบริษัทมีกำไรพิเศษจากการขายที่ดินก็จะนำไปใช้ในการ
ลงทุนมากกว่าที่จะนำมาจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง

Thailand Equity Explorer

เมกา-รังสิตน่าจะมีคามชัดเจนก่อนเมกา-บางใหญ่ โดยเมกา-บางใหญ่ยังไม่สามารถรวบรวมที่ดินได้ครบ ในขณะที่เมกา-รังสิตได้ที่ดินครบแล้ว มีความเป็นไปได้ว่าบริษัทจะพัฒนาในส่วนของรังสิตก่อน โดยพื้นที่ของเมกา-รังสิตจะมีขนาดเท่าเมกา-บางนา คือ ใช้เนื้อที่ประมาณ 250 ไร่ ในขณะที่บางใหญ่จะมีขนาดเล็กกว่าและทางบริษัทยังไม่แน่ใจว่าจะมีเปลี่ยนสถานที่หรือไม่ หากยังไม่สามารถรวบรวมที่ดินได้ครบในราคาที่เหมาะสม

เมกา-บางใหญ่+เมกา-รังสิต ยังไม่มีความคืบหน้านัก แต่เป็น Catalyst หลักที่ตลาดจับตาและหนุนราคาได้ดีหากมีข่าวเริ่มก่อสร้าง เนื่องจากหากสามารถดำเนินการได้ คาดว่าจะเพิ่มกำไรให้บริษัทมากกว่าเท่าตัวจากระดับกำไรในปัจจุบันที่มีเพียงเมกา-บางนาเพียงแห่งเดียว โดยประเมินมูลค่าในเบื้องต้นในกรณีที่ดีที่สุด สามารถเริ่มดำเนินการได้เร็ว(อย่างเร็วสุดอีก 3-5 ปีข้างหน้า) เราประเมินมูลค่าของเมกา-รังสิตที่ 3.5 บาท และ เมกา-บางใหญ่ที่ 1.4 บาทในปีแรกของการดำเนินการ โดยใช้สมมติฐานเดียวกับเมกา-บางนาและให้ส่วนลดเล็กน้อยจากการกินกันเองของสาขาที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเราประเมินมูลค่าเบื้องต้นเป็นไปอย่างระมัดระวังไว้ก่อน เนื่องจากราคาหุ้นมักตอบสนองเร็วต่อข่าวบวก(มีหลายหลักทรัพย์ที่ไปซื้อ-ขายใกล้เคียงมูลค่าเหมาะสมของโครงการใหม่ ทั้งๆที่ยังไม่ได้เปิดดำเนิน แคมีข่าวการสร้างราคาก็ตอบสนองข่าวบวกแล้ว) และเพื่อให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าบริษัทได้หากมีความชัดเจนเรื่องเมกา-รังสิต/เมกา-บางใหญ่ในอนาคต

คำแนะนำการลงทุน

แนะนำซื้อเพื่อลงทุน และยังสามารถเก็งกำไรก่อนผู้ผลิตรายที่คืนในปลายปีนี้ โดยเราประเมินว่าแนวโน้มกำไรสุทธิของ SF จะฟื้นตัวขึ้นจาก 511 ล้านบาทในปีที่แล้วเป็น 721 ล้านบาทในปีนี้และเพิ่มขึ้นเป็น 826 ล้านบาทในปีหน้า โดยเราประเมินมูลค่าหุ้นไว้ที่ 9.52 บาท โดยอิงกับ P/E ปี 2558 17 เท่าที่เป็นค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัท (โดยที่ระดับการซื้อขาย P/E 17 เท่านี้ถือว่ามีส่วนลดถึง 30% จากธุรกิจเดียวกันที่ซื้อขายที่ระดับ P/E ที่ 25 เท่า)และราคาพื้นฐานดังกล่าวใกล้เคียงกับ P/CF ของบริษัทในกลุ่มที่ใกล้เคียงกันที่ 30 เท่า เพื่อลดข้อสงสัยในเรื่องกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เนื่องจากมีกำไรบางส่วนของบริษัทมาจากการประเมินมูลค่าตามมาตรฐานบัญชี IAS40 ทั้งนี้ราคาพื้นฐานดังกล่าวข้างต้นยังไม่ได้นับรวมโอกาสในการเติบโตจากเมกา-รังสิต/เมกา-บางใหญ่ไว้ในประมาณการ เนื่องจากยังไม่มีความชัดเจน

DBSV recommendations are based an Absolute Total Return* Rating system, defined as follows:
STRONG BUY (>20% total return over the next 3 months, with identifiable share price catalysts within this time frame)
BUY (>15% total return over the next 12 months for small caps, >10% for large caps)
HOLD (0-15% total return over the next 12 months for small caps, 0-10% for large caps)
FULLY VALUED (negative total return i.e. > -10% over the next 12 months)
SELL (negative total return of > -20% over the next 3 months, with identifiable catalysts within this time frame)
Share price appreciation + dividends

DBS Vickers Research is available on the following electronic platforms: DBS Vickers (www.dbsvresearch.com); Thomson (www.thomson.com/financial); Factset (www.factset.com); Reuters (www.rbr.reuters.com); Capital IQ (www.capitaliq.com) and Bloomberg (DBSR GO). For access, please contact your DBSV salesperson.

คำรับรองของนักวิเคราะห์

นักวิเคราะห์ขอรับรองว่าความคิดเห็นที่เกี่ยวกับบริษัทและหลักทรัพย์ในรายงานฉบับนี้ได้สะท้อนถึงความคิดเห็นส่วนตัว นักวิเคราะห์รับรองว่าไม่มีผลตอบแทนส่วนหนึ่งส่วนใดของตนมีความสัมพันธ์กับคำแนะนำหรือความคิดเห็นที่กล่าวไว้ในรายงานฉบับนี้ ทั้งในทางตรงและทางอ้อม

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด โดยอยู่บนพื้นฐานวิชาชีพการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และอาศัยข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่รับประกันความครบถ้วน และความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว ความคิดเห็นที่ผู้จัดทำแสดงในเอกสารฉบับนี้สามารถเปลี่ยนแปลงได้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบ เอกสารฉบับนี้จัดทำเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลโดยทั่วไปเท่านั้น คำแนะนำที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้เฉพาะเจาะจงสำหรับการลงทุน และมิได้ทำขึ้นเพื่อแทนการตัดสินใจการซื้อขายหลักทรัพย์ของท่าน หรือเพื่อสถานการณ์ทางการเงิน ตลอดจนการลงทุนที่ต้องการการแนะนำโดยเฉพาะเจาะจง ซึ่งท่านควรขอรับคำแนะนำจากที่ปรึกษาตามกฎหมายหรือจากที่ปรึกษาด้านการเงินต่างหาก ผู้จัดทำไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เกิดขึ้นโดยตรง หรือเป็นผลต่อเนื่องที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เกิดขึ้นจากการใช้เอกสารนี้ หรือจากการติดต่อสื่อสารภายหลังเกี่ยวกับเอกสารนี้ เอกสารฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเสนอขาย และ/หรือชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด กรรมการ เจ้าหน้าที่ และพนักงานของบริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด อาจดำรงตำแหน่ง หรือมีส่วนได้เสีย และอาจเข้าทำรายการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ รวมถึงอาจดำเนินการในลักษณะเป็นตัวแทนนายหน้า ที่ปรึกษาทางการเงิน ที่ปรึกษาการลงทุน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และ/หรือบริการทางการเงินหรือการลงทุนอื่นๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทดังกล่าว ทั้งนี้การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมอย่างเป็นทางการเป็นลายลักษณ์อักษรจากทางบริษัทก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด
 899 อาคารสยามทาวเวอร์ ชั้น 9, 14-15 ถนนพระราม 1 เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
 Tel. 66 (0) 2657 7832, Fax: 66 (0) 2658 1269

Corporate Governance Rating

เกณฑ์การจัดอันดับบริษัทภิบาล	สัญลักษณ์
90-100	
80-89	
70-79	
60-69	
50-59	
ต่ำกว่า 50	N/A

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏได้รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด