

สยามฟิวเจอร์ดีเวลอปเม้นท์

เมกะ บางนา แหล่งสร้างกำไรให้กับ SF

งวด 2Q58 กำไรปกติ 247 ล้านบาท เติบโต 19% yoy มาจากส่วนแบ่งกำไรเมกะ บางนา 131 ล้านบาท ขณะที่ 2H58 นอกจากมีแรงหนุนจากเมกะ บางนาแล้ว ทาง SF มีแผนเปิดอีก 1 โครงการใหม่ ด้านราคาปัจจุบันมี upside สูง จึงยังแนะนำซื้อ

กำไร 2Q58 เติบโตจากส่วนแบ่งกำไรเมกะ บางนา

งวด 2Q58 กำไรสุทธิ 203 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 13% yoy หากไม่รวมขาดทุนจากการประเมินสินทรัพย์ 44 ล้านบาท เทียบกับปีก่อนบันทึกขาดทุน 28.5 ล้านบาท มีกำไรปกติเติบโต 19% yoy เท่ากับ 247 ล้านบาท หลัก ๆ มาจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม โครงการเมกะ บางนา (SF ถือ 49%) จำนวน 130.5 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10% yoy ขณะที่การดำเนินงานของ SF มีรายได้ค่าเช่าบริการทรงตัว 345.7 ล้านบาท ด้านประสิทธิภาพกำไรดีขึ้น จากการควบคุมต้นทุนค่าใช้จ่าย ทำให้ Gross Margin เพิ่มขึ้นเป็น 61.6% จาก 58% ในงวดปีก่อน และสัดส่วน SG&A/Sales ลดลงเหลือ 16% โครงสร้างทางการเงินมี Net Gearing ลดลงต่อเนื่องอยู่ที่ 0.21 เท่า

เมกะ บางนา และเปิด 1 โครงการใหม่ จะหนุน 2H58

แนวโน้ม 2H58 คาดเติบโตต่อเนื่อง โดยมีแรงขับเคลื่อนจากโครงการเมกะ บางนา ซึ่งปัจจุบันมีอัตรา การเช่าสูง 99% และเพิ่งปรับขึ้นค่าเช่าได้ 8% สำหรับผู้เช่าที่ครบกำหนดอายุสัญญาเช่า 3 ปีเมื่อเดือน พ.ค.ที่ผ่านมา น่าจะส่งผลบวกต่อส่วนแบ่งกำไรให้กับ SF เพิ่มมากขึ้น ส่วนทิศทางการดำเนินงานของ SF จะมีการเปิดโครงการใหม่ 1 แห่ง ขนาดพื้นที่ให้เช่ากว่า 5 พันตารางเมตร ตั้งอยู่ในคอนโดฯ LPN TOWN SHIP รัชสิต คลอง 1 เฟส 1 จะเปิดช่วงเดือน ต.ค. นี้ (ปัจจุบันขายพื้นที่ได้ 40%) โดยทั้งปี 2558 คาดกำไรปกติ (ไม่รวมประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ SF) อยู่ที่ 953 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10% yoy มาจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม 514 ล้านบาท

ซื้อ...PER ต่ำ 10 เท่า และ Upside สูง

คงแนะนำซื้อ โดยราคาปัจจุบันยังมี upside สูง 55% จากมูลค่าพื้นฐานปี 2558 (อิง DCF) ที่ 8.50 บาท อีกทั้ง Valuation มี Norm PER ซื้อขายต่ำกว่าระดับ 10 เท่า นอกจากนี้ยังไม่ได้รวมแผนการพัฒนา โครงการใหม่ในอนาคต อาทิเช่น โครงการมาร์เกตเพลส ทุ่งมหาเมฆ มีการเช่าที่ดินเพิ่ม เพื่อเพิ่มขนาด โครงการจากพื้นที่เช่าเดิม 3 พันตารางเมตร เป็น 1.2 หมื่นตารางเมตร คาดจะเสร็จกลางปี 2560 รวมถึงมีแผนปรับปรุงโครงการ ทองหล่อ 4 ให้ทันสมัยมากขึ้น ซึ่งรอความชัดเจนจากข้อมูลอีกครั้ง

Key Data

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย (ล้านบาท)	1,333	1,368	1,469	1,576	1,654
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	512	700	953	1,036	1,112
Norm Profit (ล้านบาท)	667	865	953	1,036	1,112
Norm Eps (บาท)	0.51	0.58	0.54	0.58	0.63
BVS (บาท)	4.59	4.55	4.31	4.80	5.33
DPS (บาท)	0.14	0.22	0.09	0.10	0.10
Norm PER (เท่า)	10.9	9.4	10.3	9.4	8.8
PBV (เท่า)	1.2	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (X)	16.3	16.6	16.1	13.9	12.7
Dividend yield (%)	2.5%	4.0%	1.6%	1.8%	1.9%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

SF

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 5.50

ราคาเป้าหมาย (บาท): 8.50

Upside : 54.6%

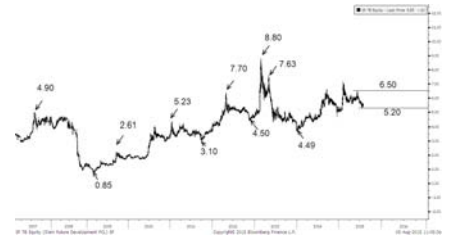
Dividend Yield : 1.6%

Total Return : 56.2%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 8,143

CG Score: NR.

Technical Chart



นवलพรรณ น้อยรัชชกุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

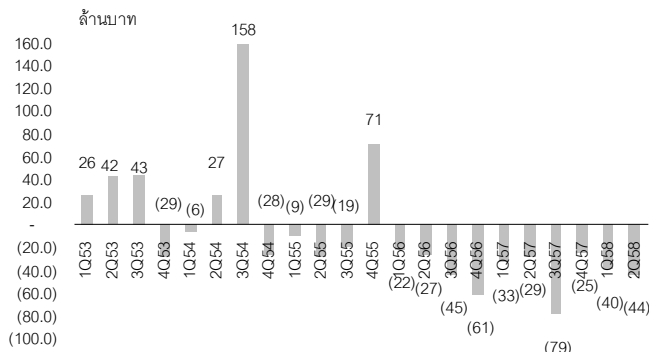
Nuanpun.re@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	2Q58	% YoY	% QoQ	1H58	1H57	%YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	333	317	352	358	340	336	353	0.2%	4.8%	689	669	3.0%
-ค่าเช่าบริการ	326	310	345	330	333	330	346	0.1%	4.9%	675	656	3.0%
-สัญญาเช่าการเงิน	0	0	0	22	0	0	0	NA	NA	0	0	NA
-รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ	7	7	7	7	7	7	7	3.9%	1.7%	14	13	4.1%
ต้นทุนขาย	142	124	149	153	138	123	136	-8.7%	10.1%	259	272	-5.1%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	51	53	60	53	59	55	56	-7.0%	2.2%	111	113	-1.9%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	83	88	118	126	143	129	131	10.3%	1.5%	259	206	25.6%
กำไรจากการดำเนินงาน	176	181	208	238	239	246	247	19.0%	0.4%	494	388	27.1%
กำไร/ขาดทุนจากปรับมูลค่ายุติธรรม	(61)	(33)	(29)	(79)	(25)	(40)	(44)	NA	NA	(84)	(62)	NA
กำไรสุทธิ	115	148	179	159	214	207	203	13.3%	-1.8%	410	327	25.4%
EPS (บาท)	0.09	0.11	0.12	0.11	0.14	0.14	0.11	-5.6%	-18.1%	0.23	0.22	4.5%
Norm EPS (บาท)	0.13	0.14	0.14	0.16	0.16	0.17	0.14	-0.8%	-16.3%	0.28	0.26	5.9%
Gross margin	57.2%	60.9%	57.8%	57.3%	59.4%	63.4%	61.6%			62.5%	59.3%	
SG&A/Sales	15.4%	16.7%	17.2%	14.7%	17.5%	16.3%	15.9%			16.1%	16.9%	
Net Profit margin	34.5%	46.6%	50.9%	44.5%	62.9%	61.5%	57.6%			59.5%	48.9%	

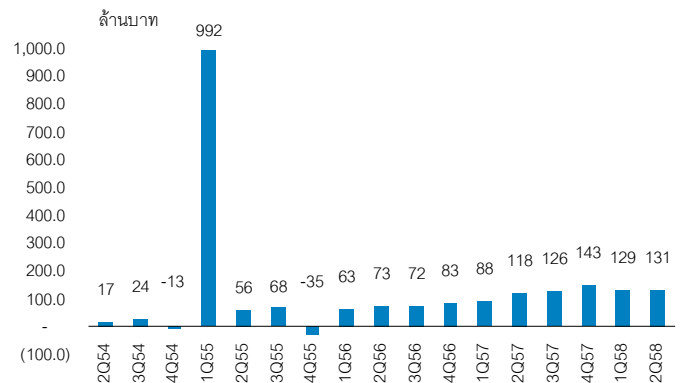
ที่มา :งบการเงิน

กำไร/ขาดทุนจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์



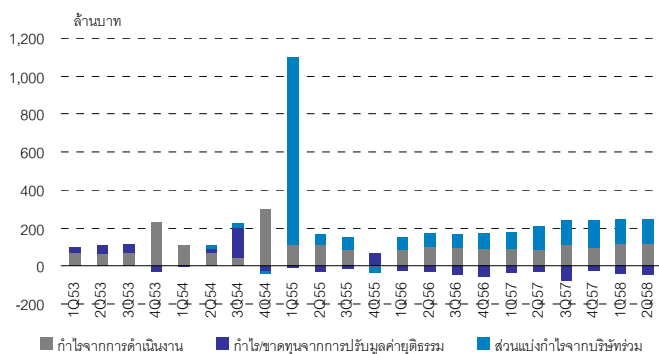
ที่มา :SF

ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมรายไตรมาส



ที่มา :SF

ผลประกอบการรายไตรมาส



ที่มา :SF

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

- โครงสร้างกำไรหลักสัดส่วน 55% มาจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมในโครงการเมกะ บางนา ดังนั้นหากการดำเนินงานของเมกะ บางนา ไม่เป็นไปอย่างที่คาดหวัง ย่อมกระทบต่อกำไรของ SF อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้
- มูลค่าสินทรัพย์ที่ถูกประเมินด้วยวิธีบัญชีแบบ Market Method ผ่านการประเมินราคาเพื่อใช้เป็นราคาตลาดในปัจจุบัน ทำให้งบการเงินต้องมีการบันทึกรายการกำไร/ขาดทุนจากการประเมินสินทรัพย์ทุกไตรมาส ทำให้ผลประกอบการรายไตรมาสมันผันผวนได้
- แผนการขยายโครงการใหม่ของบริษัท SF เองเป็นไปอย่างค่อนข้าง

ที่มา :ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ SF

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)					งบกระแสเงินสด (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากการดำเนินงาน	1,368	1,469	1,576	1,654	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(563)	(580)	(622)	(653)	กำไรสุทธิ	820	953	1,036	1,112
กำไรขั้นต้น	804	889	953	1,001	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(226)	(242)	(260)	(273)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	14	19	24	29
ดอกเบี้ยจ่าย	(95)	(92)	(86)	(76)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	(266)	-	-	-
รายได้อื่น	26	27	28	28	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(232)	35	6	(433)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	985	1,096	1,189	1,276	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	176	1,007	1,065	707
ภาษีเงินได้	(87)	(110)	(119)	(128)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	865	953	1,036	1,112	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	(165)	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	126	-	-	237
กำไรสุทธิ	700	953	1,036	1,112	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(79)	(200)	(200)	(200)
Norm EPS	0.58	0.54	0.58	0.63	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	47	(200)	(200)	37
EPS	0.47	0.54	0.58	0.63	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(201)	(546)	(600)	(800)
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	3%	7%	7%	5%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	296	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	30%	10%	9%	7%	ลด จ่ายปันผล	(18)	(329)	(159)	(173)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	58.8%	60.5%	60.5%	60.5%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(219)	(579)	(759)	(973)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	63.3%	64.9%	65.7%	67.2%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	4	227	106	(228)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)					งบดุล (ส่วนบาท)				
	3Q57	4Q57	1Q58	2Q58	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากการดำเนินงาน	358	340	336	353	เงินสด & เงินฝาก	265	492	598	133
ต้นทุนขาย	(153)	(138)	(123)	(136)	ลูกหนี้การค้า	126	143	153	161
กำไรขั้นต้น	205	202	213	217	สินค้าคงเหลือ	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(53)	(59)	(55)	(56)	สินทรัพย์หมุนเวียน	583	827	943	485
ดอกเบี้ยจ่าย	(23)	(22)	(23)	(24)	สินทรัพย์รวม	12,460	12,885	13,178	12,892
รายได้อื่น	6	7	8	8	เจ้าหนี้การค้า	148	155	166	174
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	261	270	272	276	หนี้สินหมุนเวียน	959	1,012	1,027	540
ภาษีเงินได้	(15)	(24)	(19)	(20)	หนี้สินรวม	5,314	4,819	4,235	3,009
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(8)	(7)	(6)	(8)	ทุนที่ชำระแล้ว	1,481	1,777	1,777	1,777
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	238	239	246	247	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	634	634	634	634
รายการพิเศษอื่น ๆ	(79)	(25)	(40)	(44)	กำไรสะสม	4,615	5,239	6,116	7,055
กำไรสุทธิ	159	214	207	203	จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย	132	160	160	160
Norm EPS	0.16	0.16	0.17	0.14	ยังไม่ได้จัดสรร	4,483	5,079	5,956	6,895
EPS	0.11	0.14	0.14	0.11	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	417	417	417	417
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	1.8%	-5.0%	-1.2%	4.8%	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	6,729	7,649	8,526	9,465
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	14.5%	0.4%	3.1%	0.4%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	12,460	12,885	13,178	12,892
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	57.3%	59.4%	63.4%	61.6%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	66.4%	70.2%	73.2%	70.1%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนทางการเงิน					สัดส่วนรายได้				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	- รายได้ค่าเช่าและบริการ	98%	100%	100%	100%
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.61	0.82	0.92	0.90	- รายได้จากสัญญาเช่าการเงิน	2%	0%	0%	0%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	10.82	10.29	10.29	10.29	พื้นที่ให้เช่า (ตารางเมตร) - ไม่รวมเมกะ บางนา	229,893	229,893	234,893	234,893
ความสามารถในการชำระหนี้ (เท่า)	11.38	12.97	14.83	17.76	อัตราการเช่า (%)	93%	95%	95%	95%
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.25	0.12	0.02	Cash	Gross Margin (%)	58.8%	60.5%	60.5%	60.5%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.29	0.18	0.09	Cash	SG&A/Sales	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)	7.1%	7.5%	7.9%	8.5%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)	13.5%	13.3%	12.8%	12.4%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS