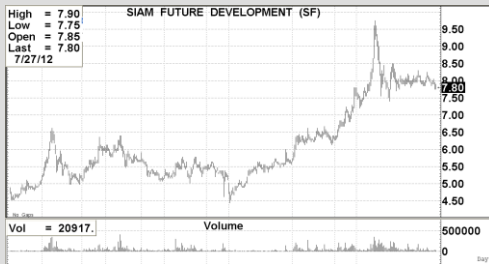




## SF

(Siam Future Development PCL.)  
Sector :Property

ดิษฐานพ วุฒินเวคิน e-mail: research@kks.co.th



Source: Aspen

### Business Description

ประกอบธุรกิจด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า โดย มุ่งเน้นที่ศูนย์การค้าแบบเปิด ( Open-air Shopping Center) เพื่อให้บริการเช่าพื้นที่ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ตลอดจนอายุสัญญาเช่าพื้นที่

### Stock Information (ข้อมูล ณ 27/07/ 2012)

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	1,169.86
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	1,169.86
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	5.39
P/BV (X)	1.74
Book Value (บาท)	5.04
Market Cap. (ล้านบาท)	9,124.93
Free Float (%)	51.21
SAA Consensus (บาท)	8.90

### Sector Information

P/E (X)	19.55
P/BV (X)	1.94

[www.kks.co.th](http://www.kks.co.th)

คำแนะนำ	ซื้อ
Fair Value'55 (Bt)	9.50
Closed Price (Bt)	7.80
Up side Gain	22%
Dividend Yield 55F	3%
CGR 2011	

เราคาดว่าไตรมาส Q2/55 ของ SF จะทรงตัวใกล้เคียงกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ลดลง 90% QoQ เนื่องจากในงวด Q1/55 บริษัทรับรู้ส่วนแบ่งกำไรการปรับมูลค่าสินทรัพย์จากโครงการ MEGA Bangna เข้ามากกว่า 990 ล้านบาท และล่าสุด อัตราการใช้พื้นที่เช่าโครงการดังกล่าวเพิ่มขึ้นถึงกว่า 97% ประสบความสำเร็จอย่างมาก จึงมีโอกาที่จะได้เห็นความร่วมมือระหว่างบริษัทกับพันธมิตรอีกในอนาคต และ เราเชื่อว่าธุรกิจคอมมูนิตีมอลล์ในประเทศยังมีแนวโน้มขยายตัว จึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเหมาะสมเท่ากับ 9.50 บาท

### คาดการณ์ไตรมาส Q2/55 ทรงตัว YoY แต่ลดลง 90% QoQ (Q1/55 รับรู้โครงการ MEGA Bangna)

เราคาดว่าไตรมาส Q2/55 ของบริษัทจะทรงตัวใกล้เคียงกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ลดลง 90% QoQ เป็น 114 ล้านบาท เนื่องจากในงวด Q1/55 บริษัทรับรู้ส่วนแบ่งกำไรการปรับมูลค่าสินทรัพย์จากโครงการ MEGA Bangna เข้ามากกว่า 990 ล้านบาท ทำให้กำไรในงวด Q1/55 เติบโตสูงเป็นพิเศษ ในขณะที่งวด Q2/55 บริษัทยังไม่มีโครงการใหม่เพิ่มเติม และแม้ว่าโดยปกติบริษัทจะมีการปรับขึ้นค่าเช่าเฉลี่ยปีละประมาณ 5% แต่อย่างไรก็ตาม จากแรงกดดันของการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 300 บาท เราจึงคาดว่ากำไรจะทรงตัวเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ทั้งนี้ รวมครึ่งปีแรก คาดกำไรเท่ากับ 1,207 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 444% YoY และเราคาดว่าบริษัทจะไม่มีกำไรจ่ายปันผลระหว่างกาลเนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาบริษัทจ่ายเงินปันผลปีละครั้งในงวดสิ้นปี

### อัตราให้พื้นที่เช่า MEGA Bangna เกือบ 100% แนวโน้มไปได้ดี

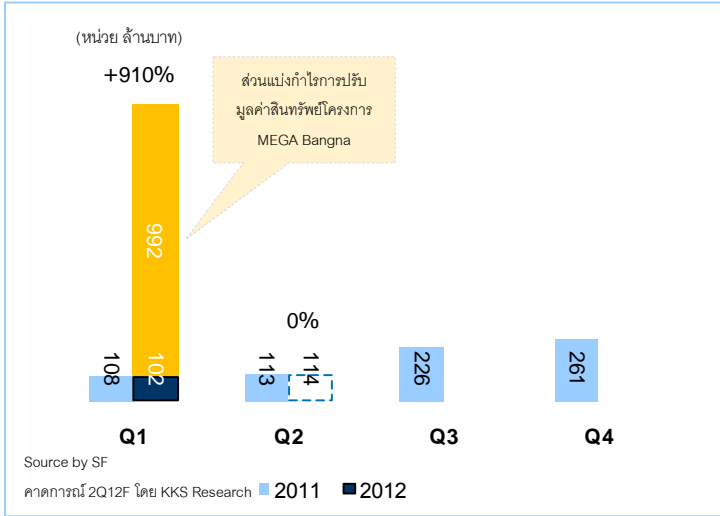
หลังจากที่เปิดตัวโครงการ MEGA Bangna มาได้เกือบ 3 เดือน พบว่าโครงการดังกล่าวได้รับความนิยมจากผู้บริโภคและจากเจ้าของกิจการร้านค้าจำนวนมาก อัตราการใช้พื้นที่เช่าเพิ่มขึ้นถึงกว่า 97% เราคาดว่าในงวด Q2/55 บริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากรายได้การให้พื้นที่เช่าที่จากโครงการดังกล่าวเข้ามาราว 10 ล้านบาท ทั้งนี้ เรายังคงคาดว่ากำไรปี 55 ของบริษัทกับ 1,545 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 118% YoY และคาดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลปี 55 คิดเป็นมูลค่าเท่ากับ 0.20 บาท/หุ้น

### ธุรกิจหลักโตต่อเนื่องและมีโอกาสได้บริหารโครงการใหญ่ในอนาคต คงคำแนะนำ "ซื้อ"

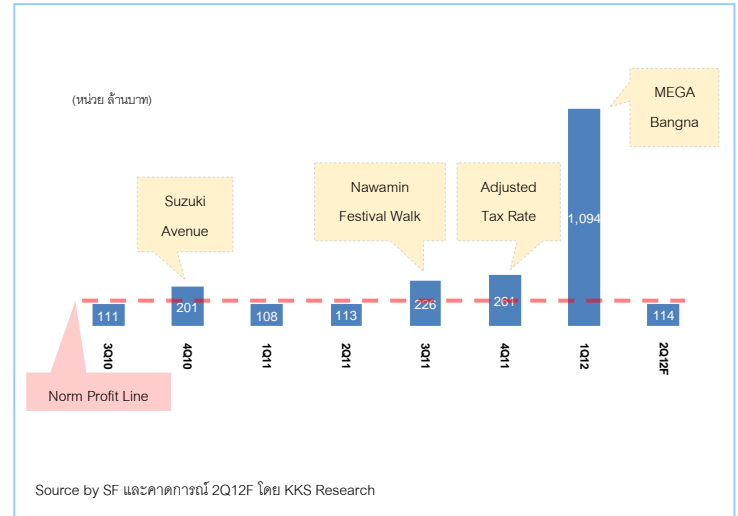
เราเชื่อว่าธุรกิจคอมมูนิตีมอลล์ในประเทศยังมีแนวโน้มขยายตัว ล่าสุดบริษัทรับเป็นทีปรึกษาโครงการให้ ม.กรุงเทพ (คาดว่าจะเปิดต้นปีหน้า) และอยู่ระหว่างศึกษาพื้นที่เพื่อเปิดโครงการใหม่พื้นที่ราว 10,000 ตร.ม. อีก 1 แห่ง นอกจากนี้ แนวโน้มความสำเร็จของโครงการ MEGA Bangna ทำให้เราคาดว่าบริษัทมีโอกาสได้ร่วมมือกับพันธมิตรเพื่อพัฒนาโครงการขนาดใหญ่อีกครั้ง เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ประเมินราคาเหมาะสม (12 เดือน) เท่ากับ 9.50 บาท (DCF, WACC ~8.5%)



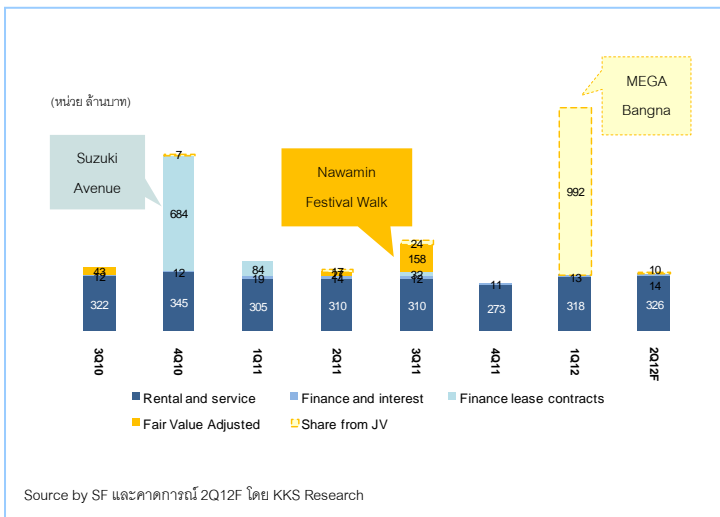
กำไรสุทธิรายไตรมาส เปรียบเทียบระหว่างปี 2012 กับปี 2011



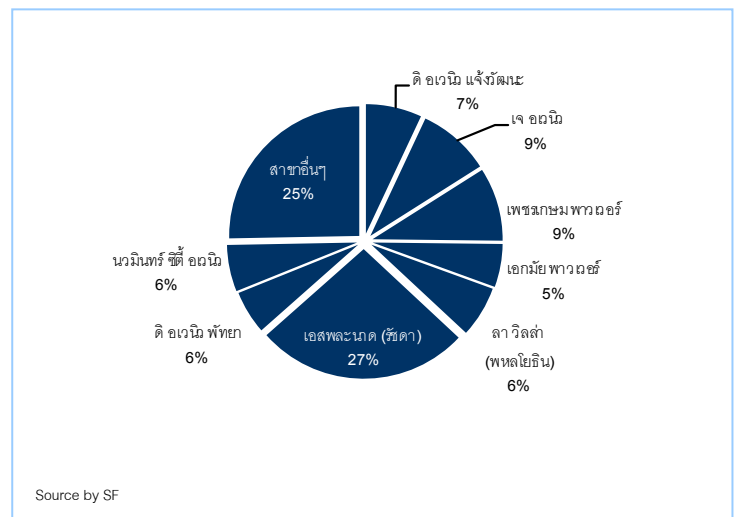
แนวโน้มกำไรสุทธิรายไตรมาส (3Q10 – 2Q12F)



แนวโน้มรายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจรายไตรมาส (3Q10 – 2Q12F)



สัดส่วนรายได้ค่าเช่า (Rental and service) จากสาขาต่างๆ ของกลุ่ม SF ปี 2011



แนวโน้มการเติบโตพื้นที่ให้เช่าและอัตราการใช้พื้นที่เช่าของกลุ่ม SF



การประเมินราคาเหมาะสม (12 เดือน) หุ้น SF

Valuation by DCF	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
CFO (Mill THB)	379	807	695	729	784
CAPEX (Mill THB)	(10)	(1,060)	(535)	(535)	(535)
Change in Debt (Mill THB)	(209)	240	50	50	50
FCF (Mill THB)	160	(13)	210	244	299
Excess Cash (Mill THB)	415	-	-	-	-
WACC	8%	-	-	-	-
- Ke	10%	-	-	-	-
- Kd	5%	-	-	-	-
- D/(D+Eq)	25%	-	-	-	-
- Eq/(D+Eq)	75%	-	-	-	-
- Terminal value growth	8%	-	-	-	-
<b>Fair Price 2012</b>	<b>9.48 Baht</b>	-	-	-	-

Source by KKS Research



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	2,027	1,368	1,321	2,334
Costs of Sales	785	533	513	1,036
Gross profit	1,242	835	808	1,298
SG&A	193	183	191	214
Other income	111	198	1,163	903
EBIT	1,160	850	1,781	1,987
Depre. & amort'n	5	4	0	0
EBITDA	1,165	855	1,781	1,987
Interest expense	150	106	101	103
Pre-tax profit (loss)	1,010	744	1,680	1,884
Corporate Tax	291	(32)	135	322
After-tax profit	719	776	1,545	1,561
Extraordinary Items	0	0	0	0
Minority interest	202	67	0	0
Net profit	518	709	1,545	1,561
Norm. net profit	518	709	1,545	1,561

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	365	142	415	168
Current Assets	1,016	412	695	448
Fixed Assets	9,468	10,006	11,157	13,413
Total Assets	10,485	10,418	11,852	13,861
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	6,373
Paid-up Capital	1,030	1,036	1,170	1,170
Retained Earnings	1,935	2,489	4,019	5,347
Total Equity	4,269	4,498	6,160	7,487

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	518	709	1,545	1,561
Depre./Amortization	5	4	0	0
Change in work's cap	1,743	(590)	0	0
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>1,193</b>	<b>464</b>	<b>379</b>	<b>807</b>
CAPEX	(76)	(168)	0	(1,050)
<b>Free cash flows</b>	<b>1,116</b>	<b>296</b>	<b>379</b>	<b>(243)</b>
New shares issued	239	0	134	0
Net financing cash flows	(993)	(712)	(92)	6
<b>Net cash flows</b>	<b>(88)</b>	<b>33</b>	<b>328</b>	<b>(247)</b>

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
<b>Profitability Ratio (%)</b>				
Gross Margin	61.3	61.1	61.2	55.9
EBITDA Margin	58.4	63.4	135.9	85.6
EBIT Margin	57.2	62.1	134.8	85.1
ROE	16.7	18.4	31.0	24.1
ROA	5.4	6.8	13.9	12.1

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	0.6
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	19.2
Debt Service Coverage	1.9	2.4	1.1	1.1

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	39.2	(32.5)	(3.4)	76.7
EBITDA Growth	86.4	(26.7)	107.0	11.3
Normalized Profit Growth	182.8	37.0	117.9	1.1
Net Profit Growth	182.8	37.0	117.9	1.1
EPS Growth	101.6	36.1	92.6	1.1

Per/Share Data (Bt)				
EPS	0.50	0.69	1.32	1.33
DPS	0.15	0.14	0.20	0.20
BV	3.47	4.01	4.97	6.10

Multiplier (x)				
PE	15.5	11.4	5.9	5.8
P/BV	2.2	1.9	1.6	1.3
Dividend yield (%)	1.9	1.8	2.6	2.6

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ



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

**คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน**

**คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์**

<b>ซื้อ</b>	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป
<b>ถือ</b>	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%
<b>ขาย</b>	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป
<b>ซื้อเก็งกำไร</b>	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น

**การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์**

รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

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

**Disclaimer (Fundamental Report)**

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯก่อน

**Corporate Governance**

ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการค้ากับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการค้ากับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันที่บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมีมติยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 – 100	ดีเลิศ	
	80 – 89	ดีมาก	
	70 – 79	ดี	
	60 – 69	ดีพอใช้	
	50 – 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

<b>นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน</b> ธิศา ชัยสุนทรโยธิน tarisa.cha@kks.co.th วิชชุดา ปลั่งมณี wichuda_p@kks.co.th มินตรา รัตยาภาส mintrara@kks.co.th เบญจพล สุทธิวนิช benjaphol_s@kks.co.th อติสรณ์ มุ่งพาลชล adisorn_m@kks.co.th ดิษฐานพ วัฒนเวดิน dithanop_v@kks.co.th	<b>นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค</b> อภิลิทธิ์ ลิ้มปรีชาสกุล Apisit_l@kks.co.th ณาติส ประเสริฐสกุล Nasis.p@kks.co.th <b>ส่วนสนับสนุนข้อมูล</b> สมจิต วิรุฬห์ธานี Research@kks.co.th อังศุมาลิน คุ่มวงศ์ Angsumalin_k@kks.co.th ปรียานุช ฉายานุเคราะห์ preeyanuchc@kks.co.th <b>RESEARCH CALL CENTER</b> 02 680 2111
--	---