



Initial Public Offering Thailand

J.S.P. Property

(JSP)

Initial Public Offering

IPO price (Bt)	N.A.
12M target price (Bt)	3.48
Revised up (down) (%)	N.A.
Upside (downside) (%)	N.A.

Key messages

บริษัท เจ.เอส.พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) (JSP) ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยมีรายได้หลักจากการขายโครงการอาคารพาณิชย์ในแนวราบ และคาดแนวโน้มกำไรเติบโตเนื่องจากโครงการอยู่ระหว่างขาย 3 โครงการ โดย JSP จะทำ IPO โดยขายหุ้นเพิ่มทุนแก่ประชาชนทั่วไปจำนวน 1,200 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 28.57% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO

Trading data

Mkt cap (Bt bn/US\$ bn)	N.A.		
Outstanding shares (mn)	N.A.		
Foreign ownership (mn)	N.A.		
3M avg. daily trading (mn)	N.A.		
52-week trading range (Bt)	N.A.		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	N.A.	N.A.	N.A.
Relative	N.A.	N.A.	N.A.

Ana Paepipatmongkol
66.2658.8888 Ext. 8852
anap@kgi.co.th

See last page for the important disclosures

ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์แนวราบและที่อยู่อาศัย

Event

บริษัท เจ.เอส.พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) (JSP) จะมีการทำ IPO โดยขายหุ้นเพิ่มทุนแก่ประชาชนทั่วไปจำนวน 1,200 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 28.57% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO

Impact

โครงการมูลค่ากว่า 15,000 ล้านบาท ขายออกแล้วเกินครึ่ง และรอทยอยโอนตั้งแต่ปี 2557-2558
JSP มีโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่กำลังพัฒนาแล้วสุด 3 โครงการ โดยแบ่งเป็น โครงการอาคารพาณิชย์แนวราบ ได้แก่ โครงการลำเพ็ญ 2, โครงการอาคารพาณิชย์และอาคารชุด ได้แก่ โครงการทิวลิป และโครงการไนท์บาซาร์และอาคารชุด ได้แก่ ไมอามี บางปู โดยมีมูลค่ารวมกันประมาณ 15,000 ล้านบาท ซึ่งยอดขายรวมเฉลี่ยในปัจจุบันทำได้แล้วประมาณ 62% ของมูลค่า และรอโอนรับรู้อยู่เป็นรายได้ตั้งแต่ปี 2557-2558 พร้อมกับวางแผนเตรียมพัฒนาโครงการอย่างต่อเนื่องจากเงินทุนที่ได้จาก IPO

คาดผลประกอบการปี 2557-2558 เติบโตก้าวกระโดด

การรับรู้รายได้จากยอดขายที่ทำได้ก่อนข้างดี หรือประมาณ 54% ของมูลค่าโครงการทั้งหมดที่ 15,000 ล้านบาท หลักๆจากโครงการลำเพ็ญ 2 จะทำให้รายได้ในปี 2557-2558 เติบโตปีละ 236%YoY และ 123%YoY ตามลำดับ และด้วยความต้องการซื้อที่สูงขึ้นสำหรับโครงการลำเพ็ญ 2 ทำให้บริษัทสามารถปรับราคาขายได้ดีขึ้น พร้อมกับกำไรที่ค่าใช้จ่ายในการขายส่วนใหญ่ได้เกิดขึ้นไปก่อนหน้าแล้ว ซึ่งทำให้การรับรู้รายได้ในช่วง 2 ปีนี้ สามารถสร้างการเติบโตของกำไรที่คิดจากรายได้ โดยสำหรับปี 2557 เติบโต 323%YoY และ สำหรับปี 2558 เติบโต 122%YoY

Valuation & Action

ราคาเป้าหมายของ JSP ปี 2558 อยู่ที่ 3.48 บาทต่อหุ้น อิงวิธี PER ที่ 12 เท่า ให้น้ำหนักมากกว่าค่าเฉลี่ย PE ของบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีรายได้อยู่ระหว่าง 1,000 – 10,000 ล้านบาท และจากการประมาณการ EPS ปี 2558 ของบริษัทที่ 0.29 บาทต่อหุ้น

Risks

ความล่าช้าในการก่อสร้าง และสภาพเศรษฐกิจโดยรวมไม่ดี และการปล่อยสินเชื่อจากธนาคารที่เข้มงวด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ที่ไม่เป็นไปตามแผน

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue (Bt mn)	135	847	2,850	6,350	7,200
Gross Profit (Bt mn)	34	261	969	2,223	2,534
EBIT (Bt mn)	(2)	169	691	1,532	1,665
Net Profit (Bt mn)	(11)	130	551	1,224	1,331
EPS (Bt)	(1.11)	0.07	0.13	0.29	0.32
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS Growth (%)	(5,450.0)	106.3	87.3	122.3	8.7
P/E (X)	(0.0)	8.0	26.5	11.9	11.0
P/B (X)	0.0	0.6	5.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (X)	12.7	13.0	13.6	9.3	8.6
Net Debt to Equity (%)	124.9	65.8	(0.7)	(19.5)	0.0
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Return on Average Equity (%)	-4.8%	12.4%	24.9%	23.6%	16.1%

Source: Company data, KGI Research estimates (price multiples are based on our target price of Bt3.20)

“บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ ประเทศไทย (จำกัด) มหาชน” อาจจะเข้าร่วมเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ บมจ. เจ.เอส.พี. พร็อพเพอร์ตี้ (JSP) ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน ผู้ลงทุนควรพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการตัดสินใจลงทุน ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) เริ่ม 26 ตุลาคม 2557 จนถึงวันสิ้นสุดระยะเวลาเสนอขายหลักทรัพย์

Investment Highlight

ผู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์แบบใหม่

JSP เป็นบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มุ่งเน้นพัฒนาโครงการในลักษณะอาคารพาณิชย์ ซึ่งด้วยประสบการณ์ที่สะสมมากกว่า 20 ปี ทำให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือและเป็นผู้เล่นในตลาดที่มีความแตกต่างและโดดเด่นสำหรับโครงการในลักษณะนี้ โดยล่าสุดบริษัทอยู่ในช่วงพัฒนา 3 โครงการหลักได้แก่ โครงการห้าง 2 ที่จะเป็นศูนย์รวมการค้าปลีก-ส่งแห่งใหม่บนเนื้อที่ขนาด 160 ไร่ และโครงการที่อยู่อาศัยอาคารชุดที่รวมพื้นที่ศูนย์การค้าไว้ในตัวอย่าง โครงการทิวลิป สแควร์ และ โครงการไมอามี บางปู

Figure 1: โครงการห้าง 2



Source: Company data; KGI Research

Figure 2: โครงการทิวลิป สแควร์



Source: Company data; KGI Research

Figure 1: โครงการไมอามี บางปู

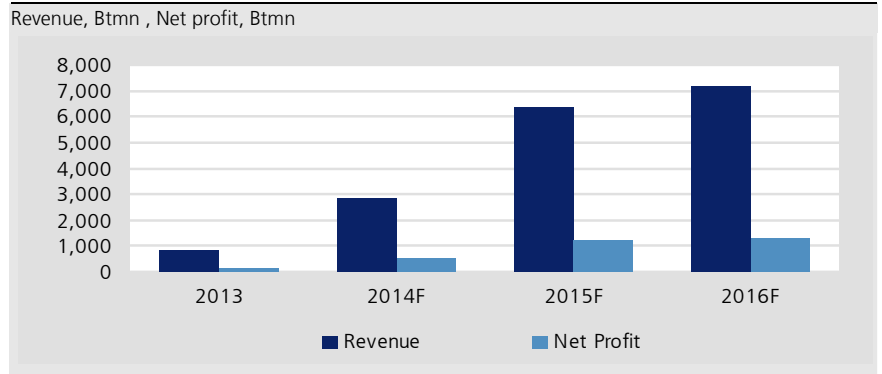


Source: Company data; KGI Research

ยอดขายที่สะสมเป็นมูลค่ารอโอนในอนาคต จะทำให้ผลประกอบการปี 2557-2558 เติบโตอย่างก้าวกระโดด

โครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาของ JSP 3 โครงการ ได้แก่ สำเพ็ง 2 ทิวลิปสแควร์ และ โมอามี บางปู มีมูลค่ารวมกันประมาณ 15,000 ล้านบาท และมียอดขายรวมเฉลี่ยแล้วกว่า 62% ซึ่งสะสมเป็นมูลค่า backlog และสามารถทยอยโอนรับรู้เป็นรายได้สำหรับปี 2557 ถึง ปี 2558 ให้เติบโตอย่างก้าวกระโดดอย่างต่อเนื่อง โดยเรคาดการเติบโตของรายได้และกำไรตั้งแต่ปี 2557 เท่ากับ 236%YoY และ 323% YoY ขณะที่ปี 2558 เท่ากับ 123% YoY และ 122% YoY ตามลำดับ นอกจากนั้นแล้วบริษัทจะสามารถลงทุนซื้อที่ดินและเปิดตัวโครงการใหม่ๆ ได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต จากเม็ดเงินที่ได้จากการ IPO และรายได้จากการขายโครงการที่กล่าวมา

Figure 4: คาดผลประกอบการก้าวกระโดด



Source: Company data; KGI Research

Earnings Outlook and Valuation

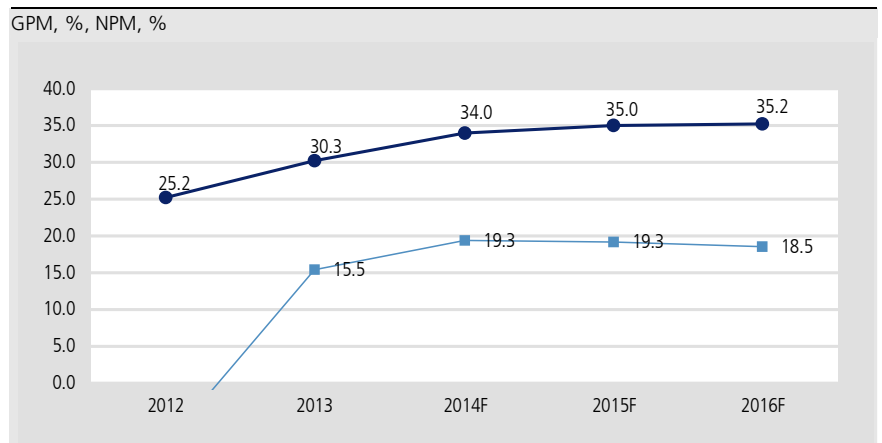
คาดการณ์ประกอบการจะเติบโตก้าวกระโดดในปี 2557 และ 2558

จากยอดขายของโครงการสำเพ็ง 2 ที่บริษัททำได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทคาดว่าจะสามารถปิดการขายเฟส 1 และเฟส 2 ได้ภายในปี 2557 และเฟส 3 เฟส 4 ได้ภายในปี 2558 และการที่ปัจจุบันบริษัทสามารถสะสมเป็นมูลค่ารอโอน จากโครงการที่กล่าว ทำให้ฝ่ายวิจัย KGI ประเมินว่าบริษัทจะสามารถรับรู้รายได้จากการโอนของโครงการสำเพ็ง 2 เป็นสัดส่วนรายได้หลักสำหรับปี 2557 และปี 2558 เดบิตแบบก้าวกระโดด โดยราคาการณัรรายได้เท่ากับ 2,850 ล้านบาท (+236%YoY) และ 6,350 ล้านบาท (+123%YoY) ตามลำดับ ขณะที่ระยะยาวบริษัทตั้งเป้าเติบโตปีละ 25% อย่างต่อเนื่อง จนสามารถทำรายได้ในระดัับ 10,000 ภายในปี 2560 โดยมีแผนเปิดตัวโครงการอย่างต่อเนื่อง

สำหรับอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ในปี 2557 และ 2558 บริษัทจะสามารถทำได้ดีกว่าปีที่ผ่านมา โดยราคา GPM ปี2557 และปี2558 ที่ประมาณ 34-35% เนื่องจากบริษัทสามารถปรับราคาขายโครงการสำเพ็ง 2 ได้ดีขึ้น เนื่องจากความต้องการของลูกค้าที่ต่อเนื่องและดีขึ้นตามลำดับ ขณะที่ SG&A ของบริษัท ปี2557 คาดว่าจะต่ำลงจากปีก่อนเล็กน้อย หรืออยู่ที่ประมาณ 10% ของรายได้เทียบกับปีก่อนที่อยู่ประมาณ 11% ส่วนปี 2558 เราคาดว่าค่า SG&A จะมีทิศทางสูงขึ้นจากปีนี้หรือกลับมาอยู่ที่ประมาณ 11% เนื่องจากบริษัทต้องทำการเปิดขายโครงการใหม่ๆเพื่อรองรับการรับรู้รายได้ในอนาคต

ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีแนวโน้มค่อนข้างดีในปีนี้และ ปี2558 ทั้งในด้านกรรับรู้รายได้มูลค่าสูง และความสามารถในการทำราคาขายได้ดีขึ้น รวมถึงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่คาดว่าจะอยู่ในระดับไม่สูงที่ประมาณ 10-11% ของรายได้จะทำให้กำไรของทั้งปี 2557 และปี 2558 เดบิตได้ดียิ่งกว่ารายได้ ซึ่งเราคาดว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิก้าวกระโดดในปี 2557 ในจำนวน 551 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 323%YoY และเดบิตได้สูงต่อเนื่องในปี2558 โดยคาคกำไรสุทธิที่ 1,224 ล้านบาท เดบิต 122%YoY

Figure 5: คาดผลประกอบการเติบโตต่อเนื่อง



Source: Company data; KGI Research

ประเมินมูลค่าพื้นฐานหุ้น JSP ที่ 3.48 บาท

การที่เราคาดการณ์ JSP จะมีแนวโน้มการเติบโตสูงตั้งแต่ปี 2557 และปี 2558 เราจึงประเมินราคาเป้าหมายปี 2558 ของ JSP โดยใช้ Forward PE ที่ 12 เท่า โดยให้น้ำหนักมากกว่าค่าเฉลี่ยที่ประมาณ 9.61 เท่า ของบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีรายได้ในระดับช่วง 1,000 – 10,000 ล้านบาท ซึ่งการประเมินค่าไรต่อหุ้นของบริษัทปี 2558 เท่ากับ 0.29 บาทต่อหุ้น จะได้ราคาเหมาะสมของหุ้นปี 2558 ที่ 3.48 บาท

Figure 6: Multiple Valuation

Stock	Market Cap.	Revenue (2556)	Current PER
ANAN	12,799	9,173	9.61
GRAND	6,824	1,207	13.60
LALIN	3,663	2,323	8.06
MK	3,614	2,760	9.82
SENA	2,221	2,001	6.97
Average			9.61

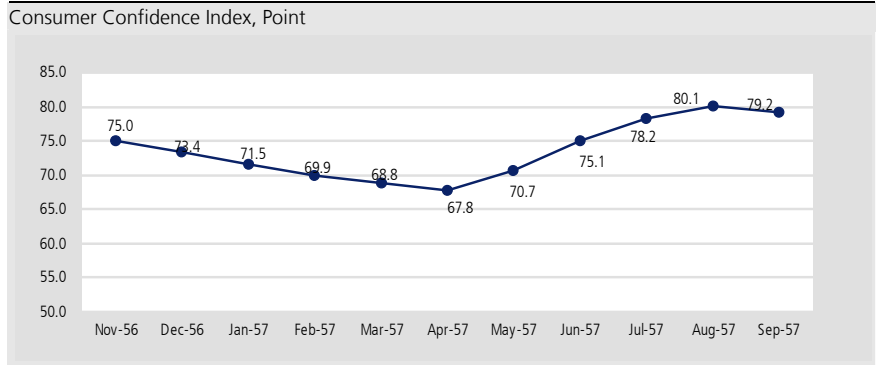
Source: Bloomberg; KGI Research

Industry Outlook

ยอดขายโครงการอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นตามความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นของเศรษฐกิจ

หลังจากจากเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ผ่านมาในช่วงต้นปี ความเชื่อมั่นในด้านของผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) กลับทิศทางปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงเดือน พ.ค. (อ้างอิงข้อมูลจาก UTCC) ซึ่งสะท้อนถึงการตัดสินใจลงทุนจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคเริ่มมีความชัดเจนมากขึ้น เช่นเดียวกับการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยที่น่าจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นเช่นกัน ทำให้เราคาดว่าโครงการอสังหาริมทรัพย์จะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องและสามารถสะสมเป็นมูลค่ารอโอนรับรู้เป็นรายได้ได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต

Figure 7: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคกลับทิศและเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



Source: UTCC; KGI Research

หนี้ครัวเรือนยังเดินทางเพิ่มขึ้นแต่คาดไม่กระทบนโยบายการปล่อยสินเชื่อเร็วขึ้น

แม้ว่าระดับหนี้ครัวเรือนต่อจีดีพีจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันอยู่ในระดับ 83% ต่อจีดีพี ซึ่งส่งผลให้กับสำนักงานเครดิตบูโรมีการกล่าวในลักษณะกังวลในจุดนี้ รวมทั้งอาจส่งผลต่อความเข้มงวดของธนาคารในการปล่อยสินเชื่อให้กับผู้ซื้อในอนาคต อย่างไรก็ตามทางฝั่งผู้ผลิตหรือบริษัทในกลุ่มอสังหาฯ ได้สังเกตเห็นความเสี่ยงในความสามารถในการขอสินเชื่อของผู้ซื้อ จึงได้มีมาตรการการเพิ่มวงเงินค้ำประกันโครงการให้เหมาะสม อย่างไรก็ตามเรามองว่าในช่วง 1 -2 ปีข้างหน้าทางภาครัฐจะยังไม่มีการปรับเปลี่ยนกฎเกณฑ์ความเข้มงวดปล่อยกู้มากนัก เนื่องจากปัจจุบันรัฐบาลได้พยายามกระตุ้นและขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้เติบโต ขณะเดียวกัน เราแนะนำให้ติดตามเป็นรายโครงการมากกว่า โดยระดับราคาและกลุ่มลูกค้าของโครงการอยู่ในระดับไหน ซึ่งถ้าเป็นโครงการที่อยู่ในระดับราคากลางถึงบน ลูกค้าย่อมมีกำลังซื้อพอสมควร ทำให้ความเสี่ยงในการไม่อนุมัติสินเชื่อจากธนาคารย่อมต่ำลง

Risk

ความเสี่ยงจากโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และมูลค่าสูง

โครงการปัจจุบันของบริษัทที่มีมูลค่ารวมถึงประมาณ 15,000 ล้านบาท และมีขนาดโครงการค่อนข้างใหญ่ ซึ่งอาจทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในด้านการก่อสร้างและส่งมอบให้ทันให้ลูกค้าไม่ทันตามที่กำหนด ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายได้ในแต่ละปี

ความเสี่ยงที่บริษัทประกอบธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง

แม้ว่าบริษัทจะมี backlog รอรับรู้เป็นรายได้ในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าแล้ว แต่บริษัทยังคงต้องพึ่งพารายได้จากการขายโครงการอาคารชุดเพื่อสร้างความต่อเนื่องของรายได้ในอนาคต ซึ่งทำให้บริษัทอาจต้องเจอโครงการของคู่แข่งในทำเลที่ใกล้เคียงกัน และการแข่งขันอย่างรุนแรงอาจทำให้การขายโครงการของบริษัทไม่เป็นไปตามเป้า

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง กฎหมายและกฎระเบียบที่อาจกระทบต่อธุรกิจ

การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ที่อาจทำให้เกิดการปรับเปลี่ยนกฎหมายและกฎระเบียบต่างๆ อาจมีส่วนกระทบต่อธุรกิจในปัจจุบันและการปรับเปลี่ยนแผนธุรกิจในอนาคต ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการประกอบธุรกิจเพิ่มขึ้น

ความเสี่ยงด้านนโยบายการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน

หนี้ครัวเรือนที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อาจทำให้ธนาคารพาณิชย์มีความกังวลต่อความสามารถในการชำระหนี้ และอาจส่งผลกระทบต่อมาตรการที่เข้มงวดยิ่งขึ้นในการปล่อยสินเชื่อในอนาคต ซึ่งอาจจะกระทบต่อความสามารถของลูกค้าในการขอสินเชื่อเพื่อมาชำระโครงการของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง

ราคาวัสดุก่อสร้างที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น จะทำให้ต้นทุนการก่อสร้างสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

Company Profile

บริษัท เจ.เอส.พี. จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) จัดทะเบียนก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 13 ตุลาคม 2553 ภายใต้ชื่อ บริษัท รักษาแลนด์ (สาทร-พระราม3) จำกัด ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรกจำนวน 5 ล้านบาท เพื่อดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ปัจจุบันบริษัทมีทุนจดทะเบียน 2,100 ล้านบาท และมีทุนชำระแล้ว 1,500 ล้านบาท

โครงการของบริษัทฯ

ปัจจุบันบริษัทมีโครงการที่พัฒนาทั้งหมด 3 โครงการ แบ่งออกเป็น

- 1) โครงการสำเพ็ง 2 เฟส 1 ถึง 4 เป็นโครงการเชิงพาณิชย์แนวราบ ภายใต้แนวคิดอาคารจักรค้าปลีกและส่งแห่งใหม่ที่ใหญ่ที่สุดในฝั่งธนบุรี ซึ่งมีเนื้อที่รวมทั้งหมดประมาณ 160 ไร่ ตั้งอยู่บนถนนกัลปพฤกษ์ซึ่งเชื่อมต่อกับถนนกาญจนาภิเษกและถนนราชพฤกษ์
- 2) โครงการทิวลิป สแควร์ มีเนื้อที่ทั้งหมดประมาณ 33 ไร่ โดยมีรูปแบบของโครงการในลักษณะผสมผสานครบวงจรที่ประกอบไปด้วยที่อยู่อาศัยและช้อปปิ้งมอลล์ โครงการตั้งอยู่บริเวณถนนเพชรเกษมตัดกับถนนพุทธมณฑลสาย 4
- 3) โครงการโมอามี บางปู เป็นโครงการในรูปแบบโครงการที่อยู่อาศัย คอนโดมิเนียม สไลด์รีสอร์ท พร้อมศูนย์การค้า มีเนื้อที่โครงการประมาณ 120 ไร่ บนทำเลติดถนนสุขุมวิทด้านหน้าและด้านหลังเป็นติดทะเลอ่าวไทย

Figure 8: ข้อมูลโครงการทั้งหมดที่เปิดจำหน่ายและพัฒนาอยู่ ณ ปัจจุบัน

ข้อมูล ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2557		จำนวนทั้งหมด		จำนวนที่จำหน่ายแล้ว		ร้อยละที่ขายได้ (มูลค่า)
โครงการ	ประเภท	หน่วย (ยูนิต)	มูลค่า (ล้านบาท)	หน่วย (ยูนิต)	มูลค่า (ล้านบาท)	
สำเพ็ง 2						
เฟส 1	อาคารพาณิชย์	151	1,452	151	1,452	100.00
เฟส 2	อาคารพาณิชย์	325	2,217	323	2,203	99.37
เฟส 3	อาคารพาณิชย์	37	413	18	212	51.33
เฟส 4	อาคารพาณิชย์	414	3,470	393	3,267	94.15
รวม		927	7,552	885	7,134	94.47
ทิวลิป สแควร์						
แกรนด์ ทิวลิป คอนโด	คอนโดมิเนียม	336	435	159	220	50.57
ทิวลิป ไลต์ คอนโด	คอนโดมิเนียม	694	786	196	234	29.77
ทิวลิป บีช ทาวน์	อาคารพาณิชย์	95	505	42	232	45.94
รวม		1,125	1,726	397	686	39.75
โมอามี บางปู						
การ์เด็น วิลล่า คอนโด	คอนโดมิเนียม	3,840	3,385	827	733	21.65
บีชฟรอนท์ วิลล่า คอนโด	คอนโดมิเนียม	1,170	2,136	318	591	27.67
รวม		5,010	5,521	1,145	1,324	23.98
รวมทั้งหมด		7,062	14,799	2,427	9,144	61.79

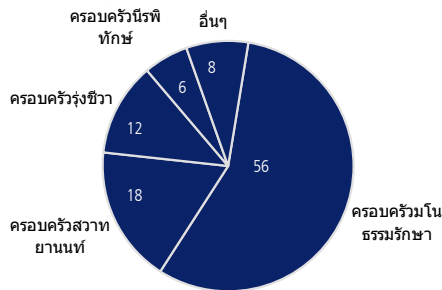
Source: Company data, KGI Research

IPO Issuance Information

ผู้ออกหลักทรัพย์:	บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
ชื่อช้อหลักทรัพย์:	JSP
จำนวนหุ้นที่เสนอขาย:	เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป 1,200 ล้านหุ้น คิดเป็น 28.57% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว
ราคาที่ตราไว้ต่อหุ้น (Par):	0.50 บาทต่อหุ้น
วัตถุประสงค์การระดมทุน:	1) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ 2) เพื่อใช้ซื้อที่ดินสำหรับพัฒนาโครงการ
ที่ปรึกษาทางการเงิน:	1) บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) 2) บริษัทหลักทรัพย์ เออีซี จำกัด (มหาชน)

Figure 9: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO

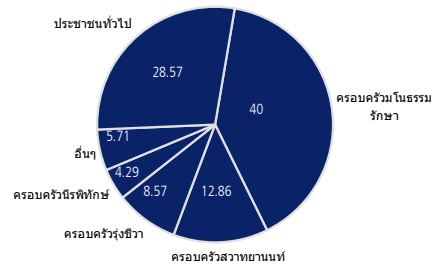
Shareholder structure, percent



Source: Company data; KGI Research

Figure 10: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO

Shareholder structure, percent



Source: Company data; KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total Assets	2,032	5,623	7,320	12,040	12,201
Current Assets	2,008	5,247	7,259	11,704	11,677
Cash & ST Investments	33	225	673	1,564	2,397
Inventories	0	0	0	1,250	1,500
Accounts Receivable	14	0	86	191	180
Others	1,962	5,021	6,500	8,700	7,600
Non-current Assets	24	376	61	336	525
LT Investments	0	0	0	0	0
Net fixed Assets	6	16	53	318	504
Others	19	361	8	18	21
Total Liabilities	1,580	3,982	4,537	4,451	3,277
Current Liabilities	868	2,859	3,030	3,935	3,108
Accounts Payable	440	179	605	1,347	1,528
ST Borrowings	31	1,153	1,000	1,000	500
Others	397	1,527	1,425	1,588	1,080
Long-term Liabilities	712	1,123	1,507	517	169
Long-term Debts	711	1,121	1,500	500	150
Others	1	2	7	17	19
Shareholders' Equity	453	1,641	2,783	7,588	8,925
Common Stock	5	1,500	2,100	2,100	2,100
Capital Surplus	0	9	9	3,585	3,585
Retained Earnings	(12)	143	694	1,918	3,250
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: Company data, KGI Research estimates

Key Ratios

Year to 31 Dec	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Growth (% YoY)					
Sales	44.0	529.6	236.3	122.8	13.4
OP	(263.8)	1,207.2	21.3	(0.5)	(4.1)
EBITDA	(171.8)	1,885.9	19.1	(0.3)	(4.1)
NP	(11.1)	130.3	550.8	1,224.4	1,331.5
EPS	(1.1)	0.1	0.1	0.3	0.3
Profitability (%)					
Gross Margin	25.2	30.7	34.0	35.0	35.2
Operating Margin	(1.8)	20.0	24.2	24.1	23.1
EBITDA Margin	(1.1)	20.3	24.2	24.1	23.1
Net Profit Margin	(8.2)	15.4	19.3	19.3	18.5
ROAA	(0.5)	2.3	7.5	10.2	10.9
ROAE	(4.8)	12.4	24.9	23.6	16.1
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	163.9	138.6	89.8	19.8	7.3
Net Debt/Equity (%)	156.7	124.9	65.8	(0.7)	(19.5)
Interest Coverage (x)	(3.7)	83.0	276.4	1,021.3	2,561.5
Interest & ST Debt Coverage ((0.1)	0.1	0.7	1.5	3.3
Cash Flow/Interest Coverage ((1,703.1)	(1,002.0)	(275.3)	(949.7)	2,877.8
Cash Flow/Interest & ST Debt	(35.0)	(1.8)	(0.7)	(1.4)	3.7
Current Ratio (x)	2.8	2.1	2.9	3.0	3.1
Quick Ratio (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Net Debt (Bt mn)	709.4	2,049.0	1,830.5	(54.3)	(1,736.2)
Per Share Data (Bt)					
EPS	(1.1)	0.1	0.1	0.3	0.3
CFPS	(124.9)	(205.3)	(0.4)	(0.7)	0.4
BVPS	45.3	6.5	7.2	8.5	9.5
SPS	13.5	0.5	1.4	1.5	1.7
EBITDA/Share	(0.2)	0.1	0.3	0.4	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activity					
Asset Turnover (x)	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6
Days Receivables	37.6	0.0	11.0	11.0	9.1
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	110.5	117.3
Days Payable	1,592.8	111.1	116.5	118.3	118.7
Cash Cycle	1,630.3	111.1	127.5	239.8	245.2

Source: Company data, KGI Research estimates

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Sales	135	847	2,850	6,350	7,200
Cost of Goods Sold	101	587	1,881	4,128	4,666
Gross Profit	34	261	969	2,223	2,534
Other Operating Income	0	0	0	0	0
Operating Expenses	37	91	285	699	878
Operating EBIT	(2)	169	691	1,532	1,665
Depreciation and Amortisat	1	3	5	6	7
Operating EBITDA	(2)	172	689	1,530	1,663
Non-Operating Income	19	24	30	35	43
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	7	8	9
Non-Operating Expenses	10	12	15	12	10
Interest Expenses	(1)	(2)	(3)	(2)	(1)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Net Investment Income/(Los)	0	0	0	0	0
Pretax Income	(3)	167	689	1,531	1,664
Current Taxation	(8)	(37)	(138)	(306)	(333)
Minorities	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	(11)	130	551	1,224	1,331
EPS (Bt)	(1.11)	0.07	0.13	0.29	0.32

Source: Company data, KGI Research estimates

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Operating Cash Flow	(1,124)	(2,044)	(684)	(1,419)	1,872
Net Profit	(11)	130	551	1,224	1,331
Depreciation & Amortization	1	3	5	6	7
Change in Working Capital	(1,114)	(2,177)	(1,240)	(2,650)	533
Others	0	0	0	0	0
Investment Cash Flow	439	(526)	306	(266)	(189)
Net CAPEX	(3)	(13)	(42)	(270)	(194)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(18)	(342)	352	(10)	(2)
Free Cash Flow	(685)	(2,570)	(378)	(1,686)	1,683
Financing Cash Flow	715	2,763	826	2,000	(850)
Change in Share Capital	0	1,495	600	0	0
Net Change in Debt	716	1,532	226	(1,000)	(850)
Change in Other LT Liab.	1	1	5	9	2
Net Cash Flow	31	193	448	314	833

Source: Company data, KGI Research estimates

Return on Invested Capital

Year	1 -	COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2012		74.8%	0.9%	27.1%	-2.8%	
2013		69.3%	0.3%	10.8%	19.7%	
2014F		66.0%	0.2%	10.0%	23.8%	
2015F		65.0%	0.1%	11.0%	23.9%	
2016F		64.8%	0.1%	12.2%	22.9%	
Year	1/	Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2012		8.5	0.0	18.6	0.0	
2013		2.8	0.0	360.7	0.0	
2014F		1.5	0.0	8.1	0.1	
2015F		1.2	0.1	18.1	0.1	
2016F		1.2	0.1	20.6	0.0	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2012	-2.8%		0.0		357.6%	-0.4%
2013	19.7%		0.0		80.0%	0.0%
2014F	23.8%		0.1		80.0%	2.0%
2015F	23.9%		0.1		80.0%	1.0%
2016F	22.9%		0.0		80.0%	0.8%

Source: Company data, KGI Research estimates

KGI Locations

China Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road, Shanghai, PRC 201103
Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 • Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong	41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Thailand).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Thailand).
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Thailand).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.