

สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนต์

SF.TB / SF.BK

16 มิถุนายน 2558

Bright (Siam) Future ahead

ประเด็นการลงทุน

คาดการณ์การดำเนินงานที่เติบโตแข็งแกร่งสวนทางภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น **1)** กำไร 2Q15 คาดเติบโตทั้ง YoY และ QoQ และต่อเนื่อง จากการรับรู้กำไรเต็มไตรมาสใน 3Q15 ตามการปรับขึ้นค่าเช่าในโครงการ เมกาบางนา (MEGA Bangna) โดยปีนี้โครงการดังกล่าวครบ 3 ปี ซึ่งจะขึ้นค่าเช่าได้ตามสัญญาการเช่าพื้นที่ **2)** คาดการปรับปรุงพื้นที่เช่าในโครงการเดิมจะเป็นปัจจัยหนุนผลประกอบการในปี 2016 ให้เติบโตแข็งแกร่ง โดยแผนการจัดการพื้นที่ 10,000 ตร.ม. โครงการเพชรเกษมฯ คาดเพิ่มกำไรส่วน SF อีก 5% ในปี 2016 นอกจากนี้ยังมีแผนระยะยาวอีกกว่า 20,000 ตร.ม. ที่เรายังมองเป็นอ็อปชันต่อประมาณการของเรา

เราคาดว่าแนะนำ "ซื้อ" ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันเทรด P/E ปี 2015-16 เพียง 12.7-10.9 เท่า ซึ่งค่อนข้างถูก เทียบ P/E ค่าเฉลี่ยระยะยาว -0.5SD

ขึ้นค่าเช่า MEGA Bangna เมื่อเดือน พค. ที่ผ่านมา

คาดส่วนแบ่งกำไรโครงการ MEGA Bangna มีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าตลาด คาด เพราะเมื่อเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมาโครงการ MEGA Bangna เปิดดำเนินการได้ครบ 3 ปี ซึ่งครบกำหนดสัญญาเช่าสำหรับผู้เช่ารายย่อย (สัดส่วนราว 1 ใน 3 ของพื้นที่เช่าในโครงการ MEGA Bangna) โดยบริษัทมีแนวโน้มปรับขึ้นค่าเช่าได้มากกว่า ค่าเฉลี่ยที่โครงการจะปรับขึ้น 5%/ปี เป็น 8% ในปีนี้ เนื่องจากโครงการได้รับความนิยมเป็นอย่างสูง เราคาดว่า จะเป็นปัจจัยหนุนกำไรใน 2Q15 ให้เติบโตกว่า 1Q15 และคาด 3Q-4Q15 จะเติบโตมากขึ้นอีก จากการรับรู้รายได้เต็มไตรมาส

ปรับปรุงโครงการเพชรเกษม คาดเห็นกำไรเพิ่มปีหน้า

คาดแผนการปรับปรุงพื้นที่เช่าเดิมจะสามารถหนุนกำไรระยะยาวให้เติบโตได้ดีกว่าการเปิดโครงการใหม่ที่มีแนวโน้มล่าช้าออกไป เนื่องจากไม่มีต้นทุนใหม่ในการเปิดโครงการ โดยคาดแผนระยะเร่งด่วนที่จะมีผลกับกำไรในปี 2016 ได้ มาจากแผนการปรับปรุงพื้นที่เช่า 10,000 ตร.ม. ในโครงการเพชรเกษม พาวเวอร์เซ็นเตอร์ โดยบริษัทอยู่ระหว่างเจรจาย้ายพื้นที่เช่าจากผู้เช่ารายใหญ่เดิมที่เช่าในราคาถูก คาดหนุนให้บริษัทมี recurring profit เพิ่มอีกปีละ 20 ล้านบาท (คิดเป็น 5.0% ของกำไรส่วน SF)

แผนระยะยาว ... Upsides ต่อประมาณการ

ในส่วนแผนระยะยาวที่คาดว่าจะเพิ่มอ็อปชันในปี 2017 บริษัทมีแผนราว 20,000 ตร.ม. ได้แก่ **1)** 9,000 ตร.ม. เป็นการพัฒนาส่วนต่อขยายโครงการ มาร์เก็ตเพลส ทุ่งมหาเมฆ **2)** ต่ออายุสัญญาเช่าโครงการ มาร์เก็ตเพลส ทองหล่อ ซอย 4 และขยายพื้นที่เช่าเพิ่ม โดยบริษัทมีแนวโน้ม JV และสร้างเป็นโครงการในรูปแบบผสม (mixed use) คาดพื้นที่เช่าเพิ่มได้อย่างน้อย 5,000 ตร.ม. **3)** ต่ออายุสัญญาโครงการ มาร์เก็ตเพลส สุขุม 3 และขยายพื้นที่เช่าอีกราว 5,000 ตร.ม. ซึ่งจาก sensitivity ที่เราศึกษาพบว่าพื้นที่เช่าที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 10,000 ตร.ม. คาดหนุนกำไรในส่วน SF เพิ่มอีก 7-8% ซึ่งทั้งหมดนี้เรายังไม่รวมในประมาณการ

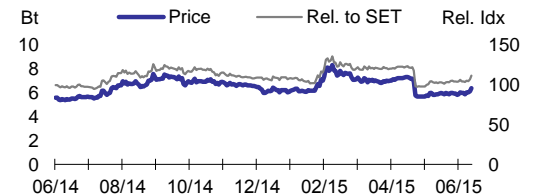
Sector: Property

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 9.00 บาท

ราคา (15/6/15): 6.40 บาท

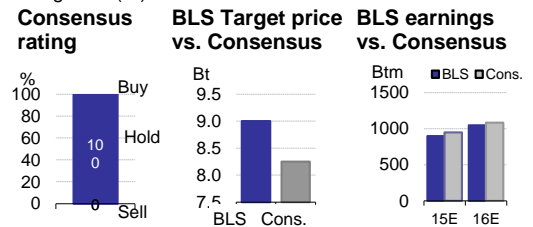
Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	7.3	(9.0)	15.4
Absolute	6.7	(9.9)	17.4

Key statistics

Market cap	Bt11.4bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt5.4/Bt8.7	
12-mth avg daily volume	Bt61m	USD1.8m
# of shares (m)	1,777	
Est. free float (%)	47.7	
Foreign limit (%)	49.0	



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	1,341	1,453	1,658	1,708
Net profit (Btm)	700	898	1,048	1,175
EPS (Bt)	0.47	0.51	0.59	0.66
EPS growth (%)	+21.6%	+6.8%	+16.7%	+12.2%
Core profit (Btm)	865	939	1,089	1,216
Core EPS (Bt)	0.58	0.53	0.61	0.68
Core EPS growth (%)	+15.4%	-9.6%	+16.0%	+11.7%
PER (x)	13.5	12.7	10.9	9.7
PBV (x)	1.3	1.4	1.2	1.1
Dividend (Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	11.0	12.3	12.5	12.4

วิจิฏ ธีรวรรณรัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

SF : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	1,307	1,341	1,453	1,658	1,708
Cost of sales and services	(567)	(563)	(613)	(705)	(724)
Gross profit	740	777	839	953	984
SG&A	(205)	(226)	(237)	(249)	(256)
EBIT	534	552	603	705	728
Interest expense	(103)	(95)	(100)	(106)	(82)
Other income/exp.	60	53	54	55	56
EBT	491	510	557	654	702
Corporate tax	(84)	(87)	(111)	(131)	(140)
After-tax net profit (loss)	407	422	445	523	562
Minority interest	(32)	(32)	(34)	(35)	(37)
Equity earnings from affiliates	292	475	527	601	691
Extra items	(155)	(165)	(41)	(41)	(41)
Net profit (loss)	512	700	898	1,048	1,175
Reported EPS	0.39	0.47	0.51	0.59	0.66
Fully diluted EPS	0.39	0.47	0.51	0.59	0.66
Core net profit	667	865	939	1,089	1,216
Core EPS	0.51	0.58	0.53	0.61	0.68
EBITDA	534	552	603	705	728

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	1.6	2.6	8.4	14.2	3.0
Gross margin (%)	56.6	58.0	57.8	57.5	57.6
EBITDA margin (%)	40.9	41.1	41.5	42.5	42.6
Operating margin (%)	40.9	41.1	41.5	42.5	42.6
Net margin (%)	39.2	52.2	61.8	63.2	68.8
Core profit margin (%)	51.0	64.6	64.6	65.6	71.2
ROA (%)	4.4	5.7	7.3	8.4	9.0
ROCE (%)	4.6	6.1	7.8	8.9	9.5
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.6	0.4	0.3	0.2
Interest coverage (x)	5.2	5.8	6.0	6.6	8.9

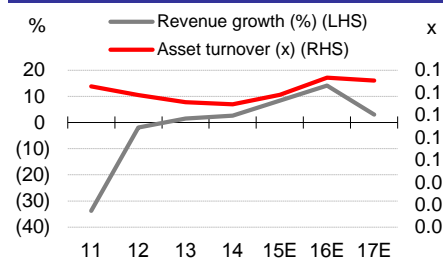
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	23	28	97	168	323
Accounts receivable	95	126	134	153	162
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	28	50	61	54	52
Other assets	11,856	12,255	11,859	12,363	12,868
Total assets	12,003	12,459	12,151	12,739	13,406
Accounts payable	10	148	161	185	190
ST debts & current portion	587	48	448	468	478
Long-term debt	4,403	4,355	2,794	2,261	1,714
Other liabilities	573	763	436	494	534
Total liabilities	5,572	5,314	3,840	3,408	2,917
Paid-up capital	1,316	1,480	1,776	1,776	1,776
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,095	4,615	5,471	6,478	7,623
Shareholders equity	6,045	6,728	7,881	8,888	10,033
Minority interests	385	417	430	442	456
Total Liab.&Shareholders' equity	12,003	12,459	12,151	12,739	13,406

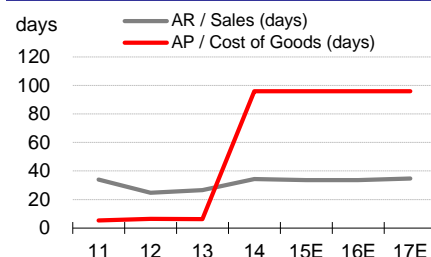
CASH FLOW (Btm)

Net income	512	700	898	1,048	1,175
Depreciation and amortization	0	0	0	0	0
Change in working capital	0	0	(8)	(19)	(9)
FX, non-cash adjustment & others	(358)	(524)	(703)	(785)	(841)
Cash flows from operating activit	154	176	187	243	325
Capex (Invest)/Divest	(43)	(79)	(11)	(13)	(14)
Others	(323)	126	(42)	(46)	(5)
Cash flows from investing activit	(366)	47	(53)	(59)	(19)
Debt financing (repayment)	109	(200)	(236)	57	40
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(16)	(18)	(21)	(21)	(21)
Others	(323)	126	(42)	(46)	(5)
Cash flows from financing activiti	175	(219)	(64)	(113)	(150)
Net change in cash	(37)	4	70	71	155
Free cash flow (Btm)	111	98	176	230	311
FCF per share (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

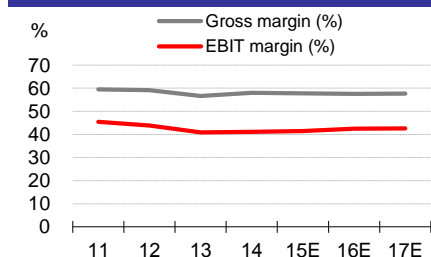
Revenue growth and asset turnover



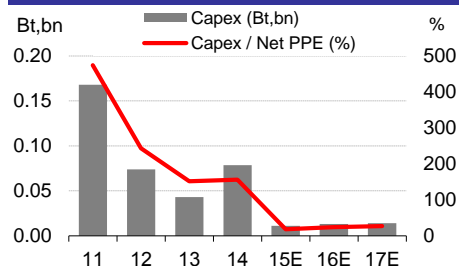
A/C receivable & A/C payable days



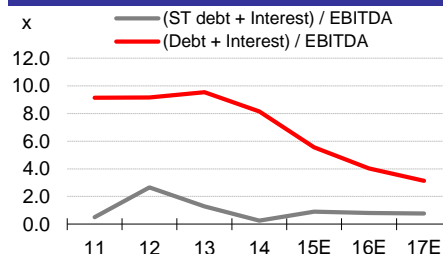
Profit margins



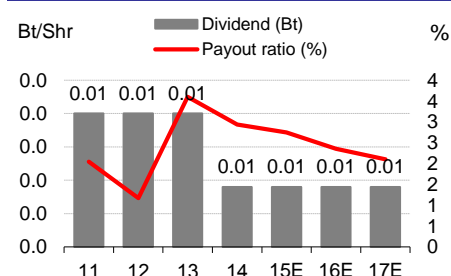
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Revenue	310	345	352	333	330
Cost of sales and services	(124)	(149)	(153)	(138)	(123)
Gross profit	187	197	199	195	206
SG&A	(53)	(60)	(53)	(59)	(55)
EBIT	134	136	146	136	152
Interest expense	(25)	(24)	(23)	(22)	(23)
Other income/exp.	14	12	13	14	15
EBT	122	125	135	127	143
Corporate tax	(21)	(27)	(15)	(24)	(19)
After-tax net profit (loss)	101	97	121	103	124
Minority interest	(9)	(8)	(8)	(7)	(6)
Equity earnings from affiliates	88	118	126	143	129
Extra items	(33)	(29)	(79)	(25)	(40)
Net profit (loss)	148	179	159	214	207
Reported EPS	0.10	0.12	0.11	0.14	0.12
Fully diluted EPS	0.10	0.12	0.11	0.14	0.12
Core net profit	181	208	238	239	246
Core EPS	0.12	0.14	0.16	0.16	0.17
EBITDA	134	136	146	136	152

KEY RATIOS

Gross margin (%)	60.1	57.0	56.5	58.5	62.7
EBITDA margin (%)	43.0	39.5	41.5	40.7	46.0
Operating margin (%)	43.0	39.5	41.5	40.7	46.0
Net margin (%)	47.6	51.9	45.3	64.1	62.7
Core profit margin (%)	58.2	60.2	67.7	71.6	74.8
BV (Bt)	4.4	4.6	4.7	4.8	5.0
ROE (%)	9.6	11.3	9.8	12.7	11.9
ROA (%)	4.9	5.9	5.2	6.9	6.5
Current ratio (x)	11.9	12.6	12.9	12.9	10.0
Gearing ratio (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

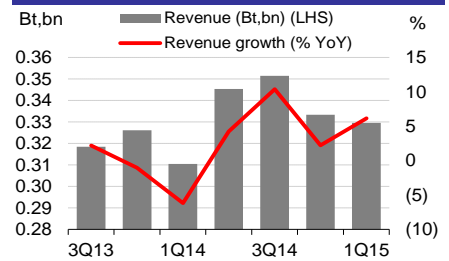
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	33	36	25	28	29
Accounts receivable	76	77	66	126	263
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	29	36	50	50	46
Other assets	11,851	11,983	12,127	12,255	12,371
Total assets	11,990	12,132	12,267	12,459	12,709
Accounts payable	10	12	12	148	163
ST debts & current portion	568	499	494	48	748
Long-term debt	4,415	4,417	4,398	4,355	4,092
Other liabilities	428	449	439	763	347
Total liabilities	5,421	5,376	5,343	5,314	5,350
Paid-up capital	1,316	1,481	1,481	1,480	1,481
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,224	4,238	4,398	4,615	4,821
Shareholders equity	6,174	6,353	6,513	6,728	6,936
Minority interests	394	402	411	417	424
Total Liab.&Shareholders' equity	11,990	12,132	12,267	12,459	12,709

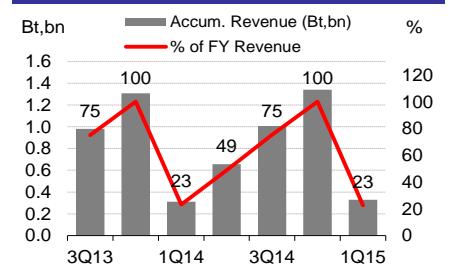
Company profile

บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ ประกอบธุรกิจทางด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า ทั้งศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) และ ศูนย์การค้าแบบปิด (Enclosed mall) โดยบริษัทจะจัดหาที่ดินมาพัฒนาเป็นศูนย์การค้าหรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีก เพื่อเปิดให้บริการเช่าพื้นที่ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงให้บริการการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบกร และให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดจนอายุสัญญา ในการเช่าพื้นที่ รายได้หลักของบริษัทมาจากการให้บริการหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1. รายได้ค่าเช่าและการบริหารพื้นที่ในโครงการ 2. รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงิน 3. รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ และ รายได้อื่นๆ ในส่วนของสาธารณูปโภค

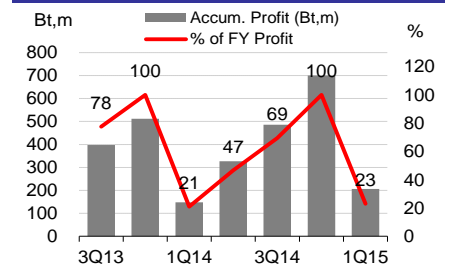
Revenue trend



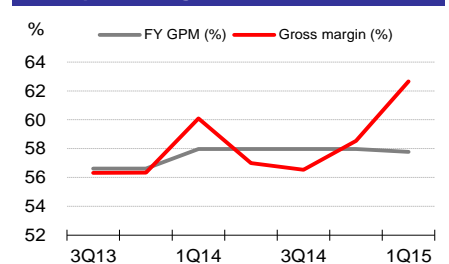
Revenue trend (accumulated)



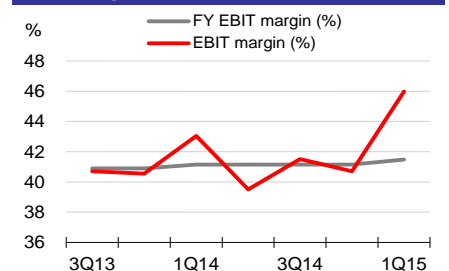
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



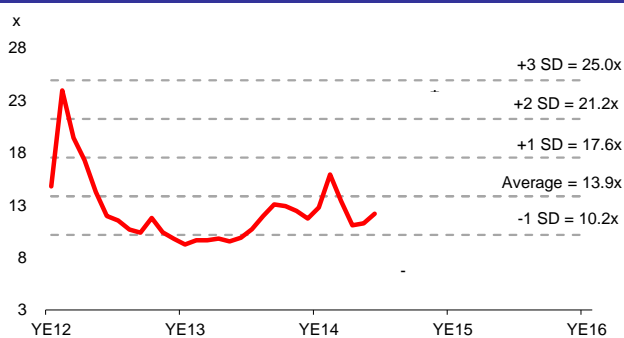
EBIT margin



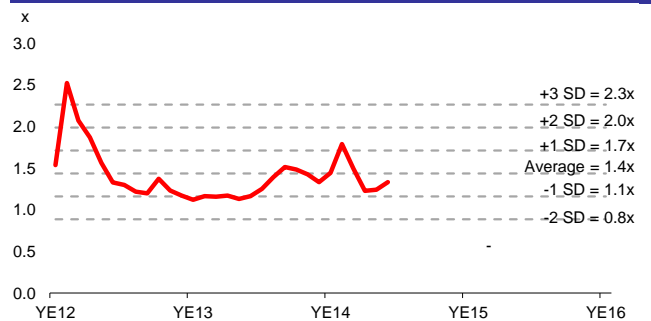
Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY20.8	24,701	483.0	310.0	-64.2	55.8	5.2	5.1	1.2	1.7	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD6.0	990	13.5	13.0	n.a.	4.2	1.5	1.3	11.1	10.4	2.2	2.3
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.8	620	14.4	12.5	n.a.	18.6	0.7	0.7	4.9	5.7	3.3	4.1
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY9,170.0	8,502	22.4	20.7	9.1	8.3	2.9	2.6	13.9	13.8	0.7	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,190.0	6,655	22.2	19.8	12.7	12.1	3.0	2.9	14.1	15.2	3.0	3.1
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY5,171.0	37,134	22.8	20.4	15.9	11.6	1.9	1.8	8.6	9.2	1.5	1.7
Family Mart	8028 JP	JPY5,490.0	4,344	24.1	21.4	-15.7	13.3	1.8	1.7	7.8	8.5	2.0	2.0
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD217.0	7,297	24.9	22.4	-0.4	11.4	7.8	7.3	31.1	32.6	3.3	3.5
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.4	10,625	19.8	17.4	-20.1	25.2	0.8	0.8	4.6	5.1	2.6	2.7
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP19.5	12,420	24.2	21.8	20.2	9.1	2.5	2.4	11.3	11.5	1.3	1.5
Home Depot	HD US	USD110.0	142,900	20.9	18.2	11.7	13.7	15.6	16.9	83.1	127.7	2.1	2.4
Costco whole sale corp	COST US	USD137.2	60,311	26.3	24.2	12.3	7.3	5.2	4.6	19.3	20.0	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR29.5	24,484	17.2	15.2	-1.4	12.8	2.1	1.9	12.6	13.4	2.5	3.0
Home Product Center	HMPRO TB	THB6.55	2,557	22.8	18.8	7.2	21.1	4.9	4.2	21.2	22.5	1.9	2.2
Big C Supercenter	BIGC TB	THB202.00	4,947	21.2	19.1	8.5	11.1	3.5	3.1	17.5	17.1	1.4	1.6
Beauty Community	BEAUTY TB	THB3.92	349	30.5	24.2	28.0	25.8	-26.3	-55.3	120.4	n.m.	2.1	2.7
Kamarts	KAMART TB	THB5.95	117	22.8	20.2	5.6	12.6	5.7	5.7	24.9	28.5	4.7	5.4
Berli Jucker	BJC TB	THB38.50	1,820	27.7	24.5	34.3	12.8	3.1	2.9	14.2	14.7	2.0	2.3
C.P. All	CPALL TB	THB46.25	12,334	29.5	22.7	38.8	29.6	9.9	8.0	41.2	42.7	1.9	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB47.00	6,262	25.3	20.3	14.0	24.9	4.5	3.9	19.1	20.8	1.6	2.0
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB6.70	251	16.6	14.3	16.1	16.2	3.0	2.7	19.3	20.2	3.0	3.5
Siam Global House	GLOBAL TB	THB8.55	884	37.9	30.8	12.0	23.1	1.8	1.7	39.8	40.2	1.3	1.6
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB46.25	1,525	22.4	18.0	18.8	24.7	3.6	3.2	17.7	19.8	2.3	2.8
Siam Future Development	SF TB	THB6.40	338	12.7	10.9	6.8	16.7	1.4	1.2	12.3	12.5	0.2	0.2
COL	COL TB	THB52.00	494	36.9	26.3	2.7	40.5	3.3	3.0	9.1	12.0	1.1	1.5
The Platinum Group	PLAT TB	THB6.00	499	28.7	26.5	0.0	8.6	2.0	1.9	10.7	7.5	1.4	1.5
Siam Makro	MAKRO TB	THB39.75	5,664	32.7	26.6	19.6	22.8	13.2	11.5	42.9	46.2	2.4	2.9
Simple average				40.9	31.1	7.7	18.3	3.1	1.8	23.5	22.3	2.0	2.2

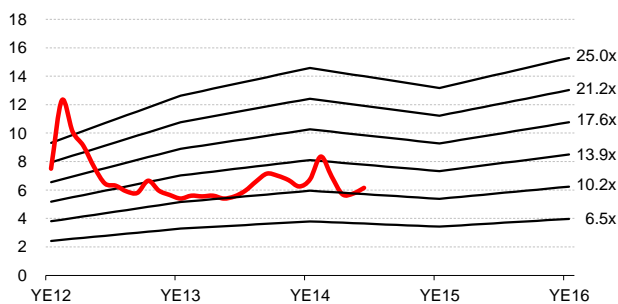
PER band versus SD



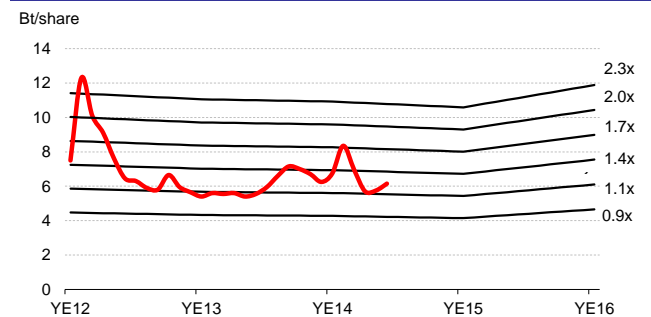
PBV band versus SD



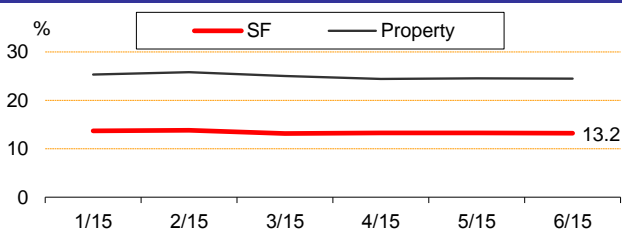
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding



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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

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.