

November 18, 2015

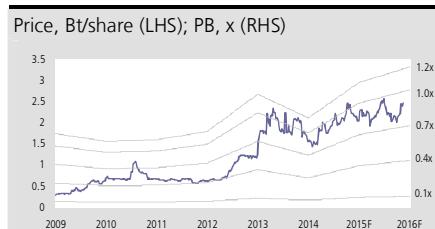
Charn Issara Development (CI.BK/CI TB)

Alert
Thailand

Mkt.price (17 Nov 2015)	Bt2.48
KGI's estimates fair price	Bt3.10
SAA Consensus target price	N.A.

Sector Property Development

Company description: ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยมีความเชี่ยวชาญด้านอสังหาริมทรัพย์ในแหล่งที่พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ภายใต้แบรนด์ คิวพันวา และบ้านทิวทะเดอนอกจากนี้ ยังพัฒนาโครงการคอนโดในกรุงเทพฯ ภายใต้แบรนด์ Issara และ ISSI

PB band ของ CI


REIT และโครงการตากอากาศ ผลักดันการเติบโต

จากการเข้าพบผู้บริหาร เรายังมุ่งมองเชิงบวกต่อ CI ในช่วงแนวโน้มผลการดำเนินงานในปี 2559 ดังนี้ 1) มีโครงการที่อยู่อาศัยเปิดตัวแล้วกว่า 1 หมื่นลบ. โดยแบ่งเป็น Backlog จำนวน 3 พันลบ. และงานระหว่างก่อสร้าง 7 พันลบ. 2) มีการขายโครงการศรีพันวาเฟส 2 มูลค่ากว่า 1,150 นาท เข้ากอง REIT ในช่วงไตรมาส 3/59 ซึ่งราคา CI จะรับรู้กำไรจากส่วนดังกล่าวที่ 360 ลบ. ทั้งนี้ เรายังประเมินราคาเหมาะสมทุน CI ที่ 3.1 บาท (อิง PE หุ้นกิจการสัมภารัพย์ที่ 8 เท่า และ มูลค่ากอง REIT และ Property fund ด้วยการคิดลดมูลค่าหุ้นพอยส์สิบสุทธิ)

▪ REIT หนุนการเติบโต

ในช่วงปี 2559-2561 CI มีแผนนำสินทรัพย์ขายเข้ากอง REIT กว่า 4,650 ลบ. แบ่งเป็น 1) ปี 59 โครงการศรีพันวา เฟส 2 มูลค่า 1.25 พันลบ. 2) ปี 60 โครงการนาบา บีช คลับ ภูเก็ต-พังงา มูลค่า 2 พันลบ. และ 3) ปี 61 โครงการนาบา บีช ชะอำ มูลค่า 1.5 พันลบ. โดยตามขั้นตอน บริษัทจะแปรสภาพกอง SPWPF (บริษัทก่อทุน 26%) ซึ่งเป็น Property fund ที่ถือกรรมสิทธิ์ในโครงการศรีพันวา เฟส 1 มูลค่า 2 พันลบ. เป็นกอง REIT (คาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงไตรมาส 2/59) ทั้งนี้ กอง REIT จะดีกว่า PF ตรงที่ สามารถก่อหนี้ได้ ซึ่งจะทำให้เงินของสินทรัพย์ เข้า CI ถูกคิดถอนส่วนได้เสียจากสินทรัพย์ที่ขายน้อยกว่า นอกจากนี้บริษัทซึ่งสามารถซื้อสินทรัพย์มาขายเข้ากอง REIT ซึ่งจะทำให้เป็นหมายขาดทุนทุนที่ 1 หมื่นลบ. ภายในปี 62 สามารถบรรลุได้ตามที่ผู้บริหารวางแผนไว้

▪ มีโครงการอสังหาริมทรัพย์ในมือกว่า 1 หมื่นลบ.

ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยของบริษัทมีโครงการที่เปิดตัวแล้วกว่า 1 หมื่นลบ. แบ่งเป็น Backlog จำนวน 3 พันลบ. และงานระหว่างก่อสร้าง 7 พันลบ. โดย 68% ของมูลค่าดังกล่าวเป็นโครงการที่พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จะขายให้ ขณะที่ 32% เป็นโครงการที่อยู่อาศัยในตัวเมือง

▪ สถานะทางการเงินยังคงรับกับการเติบโต

แม้การดำเนินการอัตราส่วนหนี้สินที่มีการลดลงเบี้ยต่อส่วนของสู้ดิอุทุนสุทธิ (Net IBD/Equity) ณ สิ้นปี 58 จะสูงถึง 2.1 เท่า แต่เมื่อปรับหักทำการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT ในปี 59 (เรายังประเมินไว้ 360 ลบ. และกระแสเงินสด 830 ลบ.) อัตราส่วนดังกล่าวจะลดลงเหลือที่เพียง 1.5 เท่า ซึ่งบริษัทจะยังมีความสามารถในการกู้เพื่อลดทุน

▪ ประเมินราคาเหมาะสมที่ 3.10 บาท และ Downside ที่ 2.10 บาท

เรายังประเมินราคาเหมาะสมปี 2559 ของ CI ที่ 3.10 บาท อิงการรวมส่วนธุรกิจระหว่าง 1) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัย PE ปี 59 ที่ 8 เท่า ได้ 1.70 บาท (PE กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เฉลี่ย 8 เท่า) กับ 2) กอง REIT (26%) และ Property fund (33%) ที่ถือ (นำมูลค่า 15%) ได้ มูลค่า 1.40 บาท ขณะที่เรายังประเมินว่าทุนนี้ Downside เพียง 15% โดยหากนำคาดการณ์สินทรัพย์หมุนเวียนหักออกด้วยหนี้สินรวม ณ สิ้นปี 58 มูลค่าส่วนดังกล่าวจะเหลือกัน 0.7 บาท เมื่อรวมกับมูลค่ากิจกรรมของ REIT และ PF ที่ถือ จะประเมิน downside ได้ที่ 2.10 บาท ทั้งนี้ เรายังไม่ออกนทิ่มทุ่นที่ปัจจัยพื้นฐานทุน CI

Year-end 31 Dec	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue (Bt m)	1,051	1,587	2,135	3,011	3,632
Gross Profit (Bt m)	355	502	811	1054	1271
Normalized Profit (Bt m)	-311	-21	105	145	170
Net Profit (Bt m)	303	-21	105	505	270
EPS (Bt)	0.42	-0.03	0.15	0.70	0.38
EPS (%chq)	147.0	N.A.	N.A.	379.9	-46.5
P/E (x)	3.9	-72.1	17.0	3.5	6.6
D/E ratio (x)	1.9	2.6	3.5	2.8	2.7
Net IBD/E (x)	0.7	1.3	2.1	1.5	1.4
Dividend Yield (%)	4.3	3.4	2.8	2.8	2.8
ROE (%)	22.7	-1.6	8.0	28.5	13.6

Source : Company data and KGI estimates

Analyst :
Pathompol Laowirayasak
 Analyst Registration No. 045337
 Tel : (662) 658-8855
 Email : pathompoll@kgi.co.th

November 18, 2015

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

<http://research.kgi.com>; Bloomberg: KGIT <GO>

Please see back page for disclaimer

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Total Assets	4,130	4,885	6,535	7,264	7,900
Current Assets	2,891	3,649	5,118	5,878	6,281
Cash	262	307	312	105	170
Accounts Receivable	36	60	80	113	136
Inventories	2,222	3,026	4,470	5,405	5,719
Non-current Assets	1,239	1,236	1,418	1,386	1,620
Investment in Associates'	656	644	632	770	1,002
Investment property	199	197	220	220	220
PP&E Net	76	89	260	90	92
Total Liabilities	2,496	3,278	4,635	4,909	5,324
Current Liabilities	1,504	2,011	2,821	2,945	3,360
OD	1	3	50	50	50
A/P Net	337	423	569	802	967
Current portion of LT	434	807	1,420	1,000	1,100
Accrued revenue	492	536	540	850	1,000
Long-term Liabilities	992	1,267	1,814	1,964	1,964
Debenture	299	499	797	797	797
L-T loan	526	601	850	1,000	1,000
Total Equity	1,633	1,606	1,900	2,355	2,576
Paid-Up Capital	720	720	720	720	720
Premium on Share Capital	24	24	24	24	24
Other Surplus (Deficit)	34	35	35	35	35
Retained Earnings	558	487	542	996	1,216
Treasury Stock	-	4	4	4	4
Shareholders' Equity	1,337	1,262	1,317	1,771	1,991
Minority Interest	297	344	583	584	585

Source: Company date; KGI Research

สมมติฐานการรับรู้รายได้โครงการอสังหาริมทรัพย์

Item	Project	Project Value (Btmn)	Previous transferred (%)	Realized Income (%)					
				2015	2016	2017			
Current Project									
Project in completion									
1	The Issara Ladprao	2,786	91	7	2	0			
2	Issara Village Cha-am	170	65	25	8	0			
3	Baan Thew Talay phase 1	2,085	27	40	12	4			
Project under construction									
Residential Condominium									
4	ISSI Condo Suksawat	1,900		15	40	23			
5	Issara Collection Sathorn	807			7	30			
6	The Issara Chiang Mai	762				20			
Resort Condo & Housing									
7	Baan Thew Talay phase 2	1,920		6	30	20			
8	Baan Thew Talay phase 3: BLU	1,506				30			
9	Baan Sita Wan Pak-chong	800	8	14	14	14			
10	Baba Beach Club Phuket	3,020			20	25			
Total Current Project									
15,756 Btmn									
Upcoming Project									
Housing									
1	Baan, Rama 9	1,330							
2	Baan, Bangna	1,580							
3	IU Residence & Villa	294							
4	Sri Panwa Residence (1 Unit)	250				100			
Total upcoming project									
3,454 Btmn									
Grand total									
19,210 Btmn									

Source: Company date; KGI Research

KGI Securities Information

Profit & loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-16F
Revenue	1,051	1,587	2,135	3,011	3,632
Cost of Goods Sold	(696)	(1,085)	(1,324)	(1,957)	(2,361)
Gross Profit	355	502	811	1,054	1,271
Operating Expenses	(570)	(506)	(598)	(753)	(908)
Other incomes	52	41	41	41	45
Operating Profit	(163)	37	254	342	408
Depreciation of fixed assets	48	17	49	17	17
Operating EBITDA	(116)	54	303	359	425
Non-Operating Income	16	15	16	16	16
Interest Income	16	15	16	16	16
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(67)	(41)	(68)	(62)	(64)
Interest Expense	(67)	(41)	(68)	(62)	(64)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	36	49	60	65	65
Pretax Income	(179)	60	263	361	425
Current taxation	(38)	(33)	(53)	(72)	(85)
Minorities	(94)	(47)	(105)	(145)	(170)
Extraordinary items	614	0		360	100
Net Profit	303	(21)	105	505	270
Norm. Profit (Net of Hedging)	(311)	(21)	105	145	170
EPS (Bt)	0.4	(0.0)	0.1	0.7	0.4

Source: Company date; KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
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. Taiwan).
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. Taiwan).1.3
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. Taiwan).
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.