

November 18, 2015

Alert

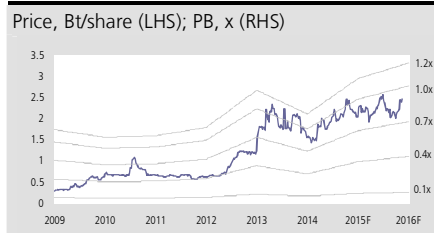
Thailand

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 โดยมีความเชี่ยวชาญด้านอสังหาริมทรัพย์ในแหล่งที่พักอาศัย อพาร์ทเมนต์ และคอนโดมิเนียม ครีฟวัน และบ้านพักตากอากาศ นอกจากนี้ ยังพัฒนาโครงการคอนโดในกรุงเทพฯ ภายใต้แบรนด์ Issara และ ISSI

PB band ของ CI



Source: SET

REIT และโครงการตากอากาศ ผลักดันการเติบโต

จากการเข้าพบผู้บริหาร เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ CI ในเชิงแนวโน้มผลการดำเนินงานในปี 2559 ดังนี้
 1) มีโครงการที่อยู่อาศัยเปิดตัวแล้วกว่า 1 หมื่นลบ. โดยแบ่งเป็น Backlog จำนวน 3 พันลบ. และงานระหว่างก่อสร้าง 7 พันลบ. 2) มีการขายโครงการศรีฟวันเฟส 2 มูลค่ากว่า 1,150 บาท เข้ากอง REIT ในช่วงไตรมาส 3/59 ซึ่งราคา CI จะรับรู้กำไรจากส่วนดังกล่าวที่ 360 ลบ. ทั้งนี้ เราประเมินราคาเหมาะสมหุ้น CI ที่ 3.1 บาท (อิง PE ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ 8 เท่า และ มูลค่ากอง REIT และ Property fund ด้วยการคิดลดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ)

REIT หนุนการเติบโต

ในช่วงปี 2559-2561 CI มีแผนนำสินทรัพย์ขายเข้ากอง REIT กว่า 4,650 ลบ. แบ่งเป็น 1) ปี 59 โครงการศรีฟวัน เฟส 2 มูลค่า 1.25 พันลบ. 2) ปี 60 โครงการบาม่า บีช คลับ ภูเก็ต-พังงา มูลค่า 2 พันลบ. และ 3) ปี 61 โครงการบาม่า บีช ภูเก็ต มูลค่า 1.5 พันลบ. โดยตามขั้นตอน บริษัทจะแปรสภาพกอง SPWPF (บริษัทถือหุ้น 26%) ซึ่งเป็น Property fund ที่ถือกรรมสิทธิ์ในโครงการศรีฟวัน เฟส 1 มูลค่า 2 พันลบ. เป็นกอง REIT (คาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงไตรมาส 2/59) ทั้งนี้ กอง REIT จะดีกว่า PF ตรงที่ สามารถก่อหนี้ได้ ซึ่งจะทำให้เจ้าของสินทรัพย์ เช่น CI ถูกลดทอนส่วนได้เสียจากสินทรัพย์ที่ขายน้อยกว่า นอกจากนี้บริษัทยังสามารถซื้อสินทรัพย์มาขายเข้ากอง REIT ซึ่งจะทำให้เป้าหมายขาดกองทุนที่ 1 หมื่นลบ. ภายในปี 62 สามารถบรรลุได้ตามที่ผู้บริหารวางไว้

มีโครงการอสังหาริมทรัพย์ในมือกว่า 1 หมื่นลบ.

ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยของบริษัทมีโครงการที่เปิดแล้วกว่า 1 หมื่นลบ. แบ่งเป็น Backlog จำนวน 3 พันลบ. และงานระหว่างก่อสร้าง 7 พันลบ. โดย 68% ของมูลค่าดังกล่าวเป็นโครงการที่พักอาศัยที่เช่าอยู่อาศัย และเช่าใหญ่ ขณะที่ 32% เป็นโครงการที่อยู่อาศัยในตัวเมือง

สถานะทางการเงินยังรองรับการเติบโต

แม้คาดการณ์อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ (Net IBD/Equity) ณ สิ้นปี 58 จะสูงถึง 2.1 เท่า แต่เมื่อบริษัททำการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT ในปี 59 (เราประเมินกำไร 360 ลบ. และกระแสเงินสด 830 ลบ.) อัตราส่วนดังกล่าวจะลดลงเหลือที่เพียง 1.5 เท่า ซึ่งบริษัทจะยังมีความสามารถในการกู้ยืมเพื่อลงทุน

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 3.10 บาท และ Downside ที่ 2.10 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 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 (นำมาคิดลด 15%) ได้มูลค่า 1.40 บาท ขณะที่ เราประเมินว่าหุ้นมี Downside เพียง 15% โดยหากนำผลการดำเนินงานสินทรัพย์หมุนเวียนหักออกด้วยหนี้สินรวม ณ สิ้นปี 58 มูลค่าส่วนดังกล่าวจะเท่ากับ 0.7 บาท เมื่อรวมกับมูลค่าคิดลดกอง REIT และ PF ที่ถือ จะประเมิน downside ได้ที่ 2.10 บาท ทั้งนี้ เรายังไม่ออกบทวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหุ้น 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	1,054	1,271
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 (%chg)	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

*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
Debtenture	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

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

สมมติฐานการรับรู้อยู่ภายใต้โครงการอสังหาริมทรัพย์

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 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. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.