

3 ตุลาคม 2559

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

SPALI

บมจ. ศุภาลัย

Current	Previous	Close	2017 TP	Exp Return	Anti-corrupt	CGR 2015
BUY	-	24.30	31.00	+ 27.6%	3A	5

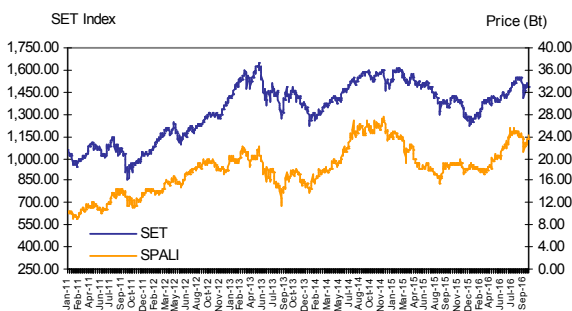
Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	4,462	4,317	4,784	5,558
Net profit	4,478	4,349	4,817	5,596
EPS (Bt)- Normalized	2.60	2.51	2.79	3.24
% growth Y-Y	56.2	-3.3	10.8	16.2
EPS (Bt)	2.61	2.53	2.81	3.26
% growth Y-Y	55.4	-2.9	10.8	16.2
Dividend (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.20
BV/share (Bt)	10.47	11.91	13.75	15.96
EV/EBITDA (x)	9.9	10.8	10.8	9.4
PER (x)	9.0	9.2	8.3	7.2
PER (x) - Normalized	9.0	9.3	8.4	7.2
PBV (x)	2.2	2.0	1.7	1.5
Dividend yield (%)	4.3	4.3	4.3	5.1
YE no. of shares (million)	1,717	1,717	1,717	1,717
No. of share - full dilution	1,717	1,717	1,717	1,717
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Close (30/09/2016)	24.30
SET index	1,483.21
Foreign limit/actual (%)	35.00/28.29
Paid up shares (million)	1,716.55
Free float (%)	64.86
Market cap (Bt mn)	41,712.24
Avg. daily T/O (Bt mn) (2016 YTD)	131.15
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	26.00, 17.00, 21.69

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Assistant Analyst: Nattawat Kittisommanakun

Tel.: 02-646-9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

Value for money ต้องยกให้ SPALI

เราคาดว่า Land CAPEX ของ SPALI ที่เพิ่มอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2013 และกลยุทธ์การบุกตลาดต่างจังหวัดด้วยสินค้าแนวราบจะเริ่มเห็นผลบวกอย่างชัดเจนในปีหน้าผ่าน 1) มูลค่าคอนโดสร้างเสร็จพร้อมโอนในปี 2017 ที่ 16.4 พันลบ. เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวเมื่อเทียบกับปีนี้ และจะสูงต่อเนื่องถึงปี 2019 และ 2) พัฒนาการของยอดขายแนวราบที่น่าประทับใจ ปัจจุบันมีส่วนแบ่งที่ 12.9% (8M16) เพิ่มขึ้นจากปี 2012 ที่ 7.3% เท่านั้น ขณะที่ปัจจุบันจกดันกำไรที่เคยเกิดขึ้นในปี 2015 กำลังหดลง เพราะคอนโดที่มีมาร์จิ้นต่ำ (Wellington) เหลือโอนน้อยมากแล้ว เราจึงกลับมาให้คำแนะนำ “ซื้อ” เพื่อตอบรับอนาคตที่สดใสทั้งรายได้และกำไร ราคาเป้าหมายของปี 2017 ที่ 31.00 บาท อิง PE เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปีที่ 9.5 เท่า คิดเป็น PEG เพียง 0.88 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 1.12 เท่าในช่วงปี 2008 – 2015

เริ่มเห็นผลบวกจากเม็ดเงินลงทุนในที่ดิน

งบลงทุนในที่ดิน (Land CAPEX) ที่เพิ่มอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2013 เริ่มเห็นผลบวกที่ชัดเจนมากขึ้นในปี 2017 จาก 1) มูลค่าคอนโดพร้อมโอนที่จะเพิ่มขึ้นถึง 16.4 พันลบ. และ 18.4 พันลบ. ในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ (เดิม 8.2 พันลบ. ในปี 2016) และ 2) ยอดขายสินค้าแนวราบต่อไตรมาสที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 1.7 พันลบ. ในปี 2012 เป็น 3.4 พันลบ. ใน 1H16 ส่วนหนึ่งของความสำเร็จมาจากการเพิ่มสัดส่วนการขายสินค้าแนวราบไปยังหัวเมืองสำคัญๆทั่วประเทศ เช่น เชียงใหม่ สุราษฎร์ธานี ภูเก็ต ขอนแก่น ชลบุรี เพื่อรองรับ local demand ที่ยังเติบโต (โดยเฉพาะจังหวัดที่มีการขยายตัวของ Retail ขนาดใหญ่ เช่น กลุ่มเซ็นทรัล ทำให้เกิดการจ้างงานมากขึ้น) ส่วนทางกับ supply ที่เพิ่มขึ้นน้อยลงในช่วง 2 – 3 ปีที่ผ่านมา

รายได้มั่นคงมากทั้งปีนี้และปีหน้า...ขณะที่ปัจจุบันจกดันกำไรหายไป

ครึ่งปีแรก SPALI รักรรายได้ส่งหาไปแล้ว 12.4 พันลบ. คิดเป็น 56% ของเป้าหมายที่บริษัทตั้งไว้ รายได้ส่วนที่เหลือมี Backlog มารอแล้ว 7.3 พันลบ. คิดเป็น Secured revenue ทั้งหมดในปี 2016 ที่ 90% เพื่อให้ถึงเป้าที่วางไว้บริษัทต้องขายสต็อกอีกราว 2.2 พันลบ. ซึ่งไม่น่ามีปัญหาเนื่องจาก Ongoing project ทั้งคอนโดและแนวราบที่มากถึง 30.1 พันลบ. (คอนโดใน Ongoing project สามารถโอนและรับรู้ทันที ในส่วนของแนวราบบริษัทจะสร้างสต็อกพร้อมขายไว้ราว 3 เดือน)

สำหรับรายได้ปี 2017 บริษัทมี Backlog รองรับแล้วที่ 12.0 พันลบ. (เป็นคอนโดเกือบทั้งหมด) หากรวมกับอัตราการขายสินค้าแนวราบที่ทำได้ราว 3.4 พันลบ. ต่อไตรมาส รายได้ปีหน้าควรจะเห็นอย่างน้อยที่ราว 24.0 พันลบ. (สอดคล้องกับมุมมองของผู้บริหารที่กล่าวไว้ในงาน Opportunity day) หากบริษัทตั้งเป้าปีหน้าเท่าที่เราคาดการณ์ Backlog ที่มีอยู่สามารถ Secured รายได้แล้วราว 50% ขณะที่ปัจจุบันจกดันกำไรจากคอนโด Wellington จะหมดไปเนื่องจากเหลือมูลค่ารอโอนอีกไม่มาก

ยอดขาย 8M16 ทำได้น่าประทับใจ...และยังมีของดีรออยู่ในไค์งสุดท้ายของปี

ยอดขายต่อเป้าหมายสะสม 8M16 อยู่ที่ 63.4% สูงที่สุดในกลุ่มผู้ประกอบการรายใหญ่ แม้ปรับเป้า New launch ลงเล็กน้อยจากต้นปี (-3.6%) แต่การเปิดตัวยังคงเป็นไปตามแผน และจะมีไฮไลต์ใน 4Q16 จากการเปิดตัว 2 คอนโดใหญ่ในกรุงเทพฯ คือ Supalai Veranda Rama 9 มูลค่า 3.6 พันลบ. และโครงการในซอยสุขุมวิท 39 มูลค่าสูงถึง 7.5 พันลบ.

กลับมาให้คำแนะนำ “ซื้อ” อีกครั้งที่ราคาเหมาะสมปี 2017 ที่ 31.00 บาท

เริ่มต้นประเมินมูลค่า SPALI ด้วย PE multiple อิงค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลัง 3 ปีที่ 9.5 เท่า ทั้งนี้เราเชื่อว่าระยะเวลา 3 ปีน่าจะสอดคล้องกับภาพอุตสาหกรรมและสะท้อนพื้นฐานปัจจุบันของบริษัทได้ดีกว่าค่าเฉลี่ยที่ยาวเกินไป ด้วยฐาน EPS ของปี 2017 ที่ 3.26 บาท ได้ราคาเป้าหมายของปี 2017 ที่ 31.00 บาท แนะนำ “ซื้อ” เพื่อรับการเติบโตของรายได้และกำไรที่จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2 ปีข้างหน้า หากดูที่ PEG ในปี 2017 ถือว่าอยู่ในระดับที่ไม่แพงเพียง 0.88 เท่าเท่านั้น (ค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2008 – 2015 อยู่ที่ 1.12 เท่า)

ประเด็นการลงทุน

รายได้ปีหน้าแข็งแกร่งทั้งแนวราบและคอนโด

เราคาดว่าปี 2017 จะเป็นช่วงเวลาที่ดีของ SPALI ในด้านของรายได้ จากมูลค่ารวมของคอนโดที่จะสร้างเสร็จพร้อมโอนสูงถึง 16.4 พันลบ. เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวเมื่อเทียบกับมูลค่าคอนโดที่แล้วเสร็จในปี 2016 ทั้งนี้คอนโดที่จะแล้วเสร็จในปีหน้าทั้ง 10 โครงการสร้างยอดขายได้แล้วกว่า 70% แม้บางโครงการยอดขายจะยังไม่สูง (เช่น Supalai Lagoon Phuket ขายได้เพียง 18%) แต่ด้วยขนาดโครงการที่ไม่ใหญ่ ส่งผลให้เราคาดว่าแนวโน้มรายได้จากคอนโดในปี 2017 จะค่อนข้างมีเสถียรภาพ

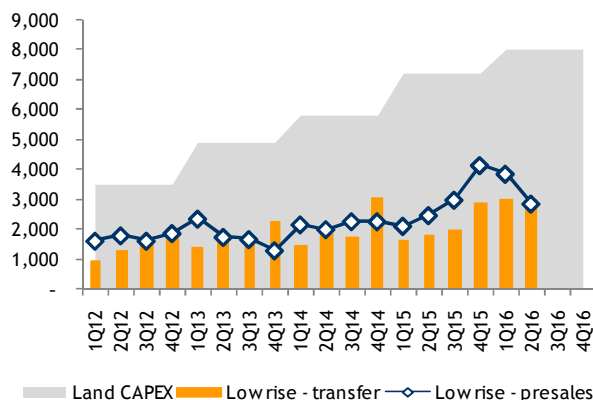
Table 1: SPALI's condo projects (2017)

Project	Value	% Sale	Transfer period
Supalai City Resort Bearing Station	823	99%	1Q17 or 4Q16
Supalai Monte Viang Chiangmai (Chiangmai)	1,608	99%	1Q17 or 4Q16
Supalai Lagoon Phuket (Phuket)	570	18%	1Q17
Supalai City Resort Rayong (Rayong)	920	44%	1Q17
Supalai Vista Sriracha Tharua-Laemchabang	890	55%	2Q17
Supalai Vista Pakkred Intersection	1,097	61%	2Q17
Supalai City Resort Phranungklao-Chaophraya	1,762	70%	2Q17
Supalai Veranda Ratchavibha-Prachachuen	4,000	91%	2Q17
Supalai Loft Chaengwattana	1,140	91%	3Q17
Supalai Wellington II	3,600	44%	4Q17
Total project value	16,410	70%	

Sources: Company data

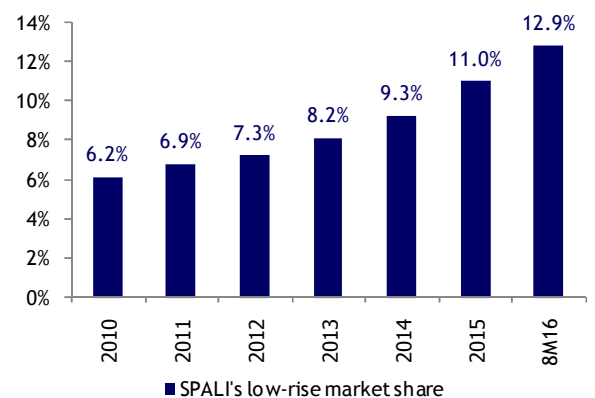
ขณะที่สินค้าแนวราบของ SPALI ยังเติบโตได้ตามอุปสงค์ที่แท้จริงและได้รับแรงหนุนจากการที่บริษัทเพิ่มงบลงทุนในที่ดินอย่างสม่ำเสมอตั้งแต่ปี 2013 ส่งผลให้ยอดขาย (presales) และ ยอดโอน (transfer) เติบโตได้ในระดับ 3.5% และ 7.3% ตามลำดับ (CAGR period: 1Q12 – 2Q16) แม้ตัวเลข CAGR ดูไม่น่าตื่นเต้นนักแต่หากพิจารณาที่ส่วนแบ่งทางการตลาดที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 6.2% ในปี 2010 เป็น 12.9% ใน 8M16 (สวนทาง developer รายอื่นๆที่ลดลงหรือคงที่) ทำให้เราคาดว่ากลยุทธ์การพัฒนาโครงการแนวราบของ SPALI น่าจะเริ่มเข้าที่เข้าทางมากขึ้นและน่าจะแย่งชิงส่วนแบ่งทางการตลาดได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต ขณะที่ยอดขายเฉลี่ยรายไตรมาสในแต่ละปียังทำได้ดีจาก 1.7 พันลบ. ต่อไตรมาสในปี 2012 และขยับขึ้นมาที่ 2.9 พันลบ. ในปี 2015 และ 3.4 พันลบ. ในครึ่งแรกของปีนี้ และถึงแม้จะหมดช่วงมาตรการกระตุ้นจากภาครัฐไปแล้วบริษัทยังคงสร้างยอดขายแนวราบต่อเดือนได้ราว 1.1 พันลบ. ซึ่งน่าจะช่วยให้ค่าเฉลี่ยการขายต่อไตรมาสของทั้งปียืนเหนือ 3.0 พันลบ. ได้ไม่ยากนักและคาดว่าจะยังคงการเติบโตไว้ได้ในปี 2017 – 2018 ซึ่งจะส่งผลดีต่อเนื่องมายังยอดโอนเนื่องจาก lag time ระหว่างการขายและการรับรู้รายได้ของแนวราบอยู่ที่ราว 3 เดือน (ยอดขาย 9 เดือนแรกสามารถรับรู้ได้ในปีนั้นๆ ส่วนยอดขาย 3 เดือนหลังจะรับรู้ในปีถัดไป)

Figure 1: Land CAPEX and low-rise (presales/transfer)



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 2: SPALI's low-rise market share (2010 – 8M16)

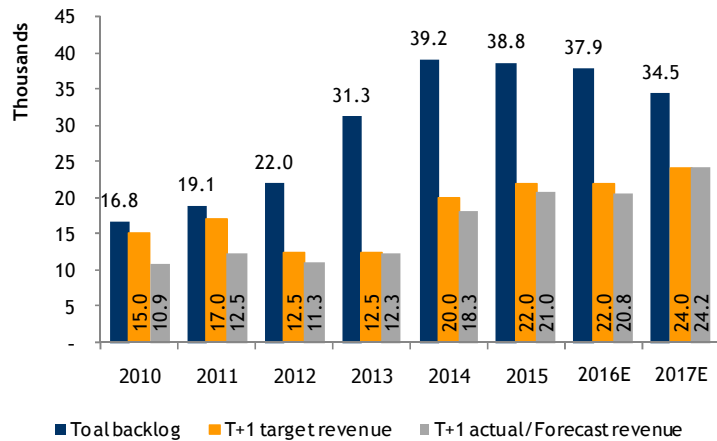


Sources: Company data & FSS Estimates

บัพเฟอร์ของรายได้ปีนี้และปีหน้าอยู่ในระดับสูง

ปัจจุบัน SPALI มี backlog ทั้งสิ้นรวม 34.5 พันลบ. รั้งปี 2016 ที่ราว 7.3 พันลบ. ปี 2017 ที่ 12.0 พันลบ. ที่เหลือทยอยรับรู้ในปี 2018 และ 2019 ยอด 7.3 พันลบ. ยอดโอนของ 1H16 เมื่อรวมกับ backlog แล้วมากพอที่จะ secured เป้ารายได้รวมของบริษัทและประมาณการของเราที่ 91% หากอิงการเติบโตราว 10% จากเป้ารายได้ 2016 ของบริษัท ยอด backlog ที่มีอยู่ราว 12.0 พันลบ. (เกือบทั้งหมดเป็นคอนโด) จะช่วย secured รายได้ปีหน้าไปแล้วเกือบครึ่งทำให้ SPALI ดูแข็งแกร่งมากทั้งในมุมมองของการตั้งเป้าหมายการเติบโตและความสามารถในการบรรลุเป้า (อิงการตั้งเป้าเติบโตที่ราว 10%)

Figure 3: SPALI's backlog, target revenue, and actual/forecast revenue

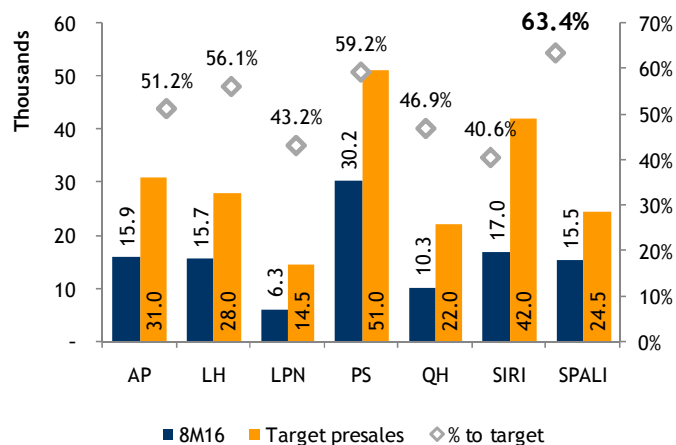


Sources: Company data & FSS Estimates

ยอดขายต่อเป้าหมายแข็งแกร่งที่สุดในบรรดาผู้ประกอบการรายใหญ่

SPALI ตั้งเป้ายอดขายปี 2016 ไว้ที่ 24.5 พันลบ. สัดส่วน 50:50 ระหว่างแนวราบและคอนโด ปัจจุบันทำยอดขายสะสม 8 เดือนไปแล้วที่ 15.5 พันลบ. คิดเป็น 63.4% ของเป้าหมายที่ตั้งไว้และสูงที่สุดในบรรดา developer รายใหญ่ทั้ง 7 บริษัท ยอดที่เหลืออีกราว 9.0 พันลบ. ไม่น่ามีปัญหาเนื่องจากยอดขายแนวราบยังทำได้ราว 1.1 พันลบ. ต่อเดือน แม้ยอดขายคอนโดเฉลี่ย 8 เดือนจะต่ำกว่าที่ราว 0.8 พันลบ. แต่ SPALI ยังมีแผนเปิดตัวคอนโดขนาดใหญ่อีก 2 โครงการใน 4Q16 คือ Supalai Veranda Rama 9 มูลค่า 3.6 พันลบ. และอีกหนึ่งโครงการในซอยสุขุมวิท 39 ที่มีมูลค่าสูงถึง 7.5 พันลบ. เราคาดว่าคอนโดใหม่ทั้ง 2 โครงการจะช่วยให้ยอดขายคอนโดในไตรมาสสุดท้ายของปีสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ผ่านมาแล้ว 8 เดือนและช่วยให้ยอดขายเป็นไปตามเป้าหมายอย่างไม่ยากนัก ในขณะที่ผู้ประกอบการรายอื่นมีความเสี่ยงที่จะพลาดเป้าหมายมากกว่าจากยอดขายที่ทำได้เพียงครึ่งของเป้าที่ตั้งไว้ (Note: LPN ปรับเป้าลงจาก 17.6 พันลบ. เป็น 14.5 พันลบ.)

Figure 4: SPALI and peers presales to target



Sources: Company data & FSS Estimates

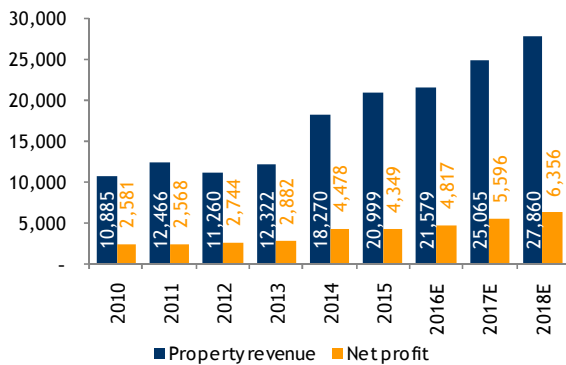
Financial Performance

รายได้เติบโตดีทั้งคอนโดและสินค้าแนวราบ

เรคาดว่ารายได้จากรูกรกิจอสังหาของ SPALI ปี 2016 และ 2017 ที่ 21,579 ลบ. และ 25,065 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตที่ 2.8% Y-Y และ 16.2% Y-Y แม้ว่ารายได้ของปีนี้จะเติบโตเพียงเล็กน้อยแต่การเติบโตของปีหน้าจะแข็งแกร่งจาก

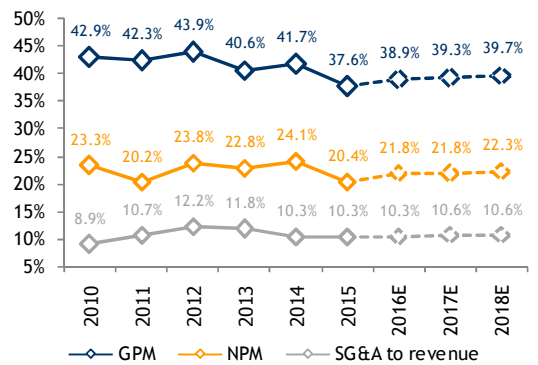
- 1) ยอดขายแนวราบที่เติบโตได้อย่างต่อเนื่องทั้งจากกรุงเทพฯ ตามการเติบโตของ real demand ที่ขยายตัวราว 8% และการเติบโตในต่างจังหวัด เนื่องจากอุปทานของสินค้าแนวราบที่มีไม่มากแต่ถูกดูดซับไปอย่างต่อเนื่องตาม demand ในท้องถิ่นซึ่งเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตของประชากร และการจ้างงานที่มากขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากการขยายตัวของความเป็นเมือง (ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด คือ การขยายสาขาของ CPN ไปยังหัวเมืองสำคัญต่างๆทั่วประเทศที่ทำให้เกิดการจ้างงานตามมาเป็นจำนวนมาก)
- 2) มูลค่าโครงการของคอนโดเสร็จพร้อมโอนในปี 2017 ที่สูงขึ้นเกือบเท่าตัวเมื่อเทียบกับปี 2016 และส่วนมาก (สูงกว่า 75%) เป็นคอนโดในกรุงเทพฯ ที่มียอดขายสะสมอยู่ในเกณฑ์ดี

Figure 5: Property revenue and net profit



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 6: Share of gain/loss from JV



Sources: Company data & FSS Estimates

ลบบจุดอ่อนเสริมจุดแข็ง

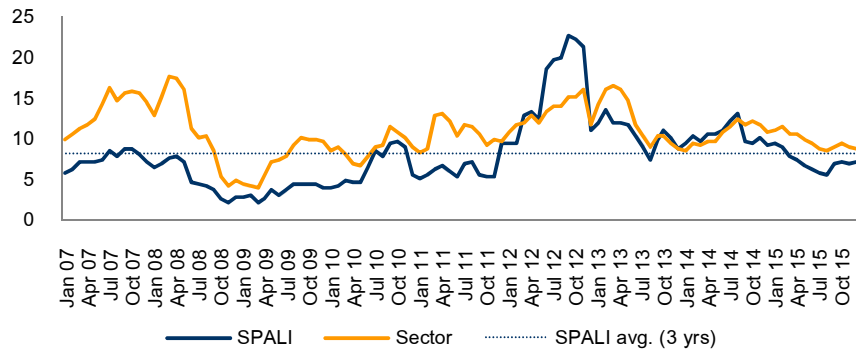
เราชื่นชมจุดยืนของบริษัทที่มีต่อการบริหารต้นทุน เช่น 1) การจัดซื้อวัสดุเองและถือครองราคาวัตถุดิบล่วงหน้าราว 6 เดือนควบคู่ไปกับการจ้างผู้รับเหมาเพื่อดำเนินงานก่อสร้างเท่านั้น (บริษัทยอมจ่ายค่าจ้างแรงงานที่สูงกว่าราคาตลาด) ซึ่ง Economy of scale ที่เกิดขึ้นจากการซื้อวัตถุดิบเป็นจำนวนมากสามารถชดเชยค่าแรงที่บริษัทต้องจ่ายเพิ่มขึ้นได้, การออกแบบทางด้านสถาปัตยกรรมภายใน (In-house design) ที่คำนึงถึงขนาดพื้นที่ขายที่สูงกว่าคู่แข่ง กล่าวคือขนาดตึกที่อ้วนกว่าส่งผลให้ความลึกของตัวห้องมีมากกว่าตึกคอมช่วยให้ราคาเฉลี่ยต่อตารางเมตรต่ำกว่าคู่แข่ง และส่งผลให้บริษัทสามารถขายสินค้าที่มีพื้นที่อยู่อาศัยมากกว่าคู่แข่งได้ในราคาต่อหน่วยที่ไม่ต่างกัน ซึ่งกลยุทธ์เหล่านี้บริษัทดำเนินการอย่างต่อเนื่องและเป็นเหตุผลหลักที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ SPALI สูงกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆในตลาด นอกจากนี้บริษัทได้เริ่มปรับปรุงรูปลักษณ์ของผลิตภัณฑ์ (โดยเฉพาะ facade) เพื่อให้ดูทันสมัยมากขึ้นโดยที่ยังคงนโยบายการบริหารต้นทุนเช่นเดิม ซึ่งจะช่วยให้ลูกค้ารุ่นใหม่เข้ามาหาสินค้าของบริษัทได้มากขึ้นกว่าอดีต

กำไรขั้นตัวไปพร้อมกับการเติบโตของรายได้

ถึงแม้ตัวเลขกำไรขั้นต้นจะลดลงเล็กน้อยในปีที่ผ่านมา แต่เรคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้นที่ 38.9% และ 39.3% ในปี 2016 และ 2017 ตามลำดับ เนื่องจากโครงการ Supalai Wellington ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าปกติมาก (เนื่องจากเป็นโครงการที่บริษัทไม่ได้ออกแบบและคุมงานก่อสร้างเอง) มีสัดส่วนเหลือไม่มากแล้วใน product mix ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจะทยอยฟื้นตัวกลับมาถึงระดับปกติของบริษัทที่ราว 40% ขณะที่ SG&A to revenue ยังคงอยู่ในระดับ 10% - 11% ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2016 และ 2017 อยู่ที่ 4.8 พันลบ. และ 5.6 พันลบ. เติบโต 10.8% และ 16.2% ตามลำดับ

การประเมินมูลค่าหุ้น

Figure 7: SPALI's historical PE vs. Sector's historical PE



Sources: FSS Estimates

จากรายได้โอนที่จะแข็งแกร่งขึ้นมากตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไป และอัตรากำไรขั้นต้นที่เริ่มกลับเข้าสู่เกณฑ์ปกติ เราจึงคาดว่าตลาดน่าจะเริ่มกลับมาให้ความสนใจหุ้น SPALI อีกครั้ง และคำนวณ Valuation ด้วยวิธี PE multiple บนสมมติฐานของ mean reversion ระยะเวลา 3 ปีที่ 9.5 เท่า และ Earning per share ของปี 2017 ที่ 3.26 บาท หารราคาเป้าหมายของปี 2017 ที่ 31.00 บาท เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ”

ความเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์

ลูกค้าส่วนมากที่ซื้อสังหาริมทรัพย์มักจะใช้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ หรือธนาคารอาคารสงเคราะห์ หากธนาคารดำเนินนโยบายสินเชื่อที่อยู่อาศัยแบบตึงตัวจะส่งผลให้ Demand ต่อสินค้าของบริษัทลดลงอย่างมีนัยสำคัญผ่าน Rejection rate ที่สูงขึ้น
- ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อการพัฒนาและราคาที่ดินที่ปรับเพิ่มขึ้น

ราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้นกว่า 15% ในช่วง 2 – 3 ปีที่ผ่านมาส่งผลกระทบต่อต้นทุนการก่อสร้างของ Developer เนื่องจากต้นทุนหลักส่วนหนึ่งคือค่าที่ดิน (ประมาณ 30% ของ Project value) ถึงแม้การสะสมที่ดินในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาจะช่วยลดผลกระทบลงไปได้บ้าง แต่ส่วนใหญ่ถูกนำไปพัฒนาโครงการแล้ว ส่งผลให้ที่ดินแปลงใหม่ๆยังคงมีความเสี่ยงในเรื่องต้นทุนต่อไป
- ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวอย่างต่อเนื่องอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการก่อหนี้ของชนชั้นกลางซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ SPALI และอาจส่งผลกระทบต่อยอดโอนได้
- ความเสี่ยงจากการบริหารงานที่ไม่สามารถ Scalable ได้

รูปแบบการบริหารงานหลายอย่างของ SPALI ไม่สามารถ Scalable ได้ เช่น การจัดซื้อวัสดุด้วยตนเองเพื่อให้เกิด Economy of scale, การจ้างผู้รับเหมาเพื่องานก่อสร้างเพียงอย่างเดียว (บริษัทซื้อวัสดุด้วยตัวเอง), การใช้ In-house design architecture design และทีมวิศวกรของบริษัทเท่านั้น ปัจจัยเหล่านี้ทำให้ SPALI อาจเผชิญกับปัญหาต้นทุนได้หากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง และอาจส่งผลให้ความได้เปรียบด้านต้นทุนของบริษัทหายไปได้อย่างไรก็ตามบริษัทรับรู้ถึงความเสี่ยงและมีแนวทางป้องกันแล้ว เช่น การ Outsource งานบางส่วนออกไปเมื่อมีโปรเจกต์จำนวนมาก

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	12,615	18,591	21,364	21,991	25,531
Costs of sales	7,490	10,845	13,332	13,438	15,499
Gross profit	5,125	7,746	8,032	8,553	10,032
SG&A costs	1,490	1,919	2,205	2,264	2,712
Operating profit	3,635	5,827	5,827	6,289	7,320
Other income	127	80	159	162	188
EBIT	3,762	5,907	5,986	6,451	7,508
EBITDA	3,856	6,020	6,113	6,602	7,669
Interest charge	85	186	277	346	406
Tax on income	726	1,134	1,155	1,221	1,420
Share from JV	0	0	-17	80	96
Earnings after tax	2,950	4,587	4,537	4,964	5,778
Minority interests	68	109	188	147	182
Normalized earnings	2,857	4,462	4,317	4,784	5,558
Extraordinary items	25	16	32	32	38
Net profit	2,882	4,478	4,349	4,817	5,596

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Net profit	2,950	4,587	4,537	4,964	5,778
Depre. & amortization	94	112	127	152	161
Chg. in working capital	-5,327	-7,337	-9,301	-6,978	-4,389
Other adjustments	0	0	0	0	0
Operating cash flow	-2,282	-2,638	-4,637	-1,863	1,550
Capital expenditure	-975	-418	-746	-124	-140
Others	0	0	0	0	0
Investing cash flow	-975	-418	-746	-124	-140
Free cash flow	-3,257	-3,055	-5,383	-1,987	1,410
Net borrowings	3,008	4,244	7,584	3,700	600
Equity capital raised	54	78	104	58	73
Dividends paid	-1,184	-1,396	-2,169	-1,864	-2,070
Others	0	0	0	0	0
Financing cash flow	1,879	2,926	5,519	1,894	-1,397
Net change in cash	-1,378	-130	136	-93	13

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash & equivalents	792	662	798	705	718
Current investment	0	0	0	0	0
Account receivable	10	8	11	13	13
Inventory	26,463	33,600	42,378	50,139	55,036
Other cur. asset	816	934	817	1,122	1,187
Total cur. asset	28,080	35,204	44,003	51,979	56,954
Investment	2	233	442	448	454
PPE	2,102	2,176	2,586	2,552	2,526
Other asset	491	417	256	378	439
Total assets	30,675	38,031	47,287	55,359	60,374
Short term loans	700	726	1,508	5,308	5,408
Accounts payable	1,977	1,629	1,734	1,884	2,094
Current maturities	3,926	1,634	2,354	5,497	5,885
Other cur. liabilities	5,560	5,742	4,815	5,874	6,287
Total cur. liabilities	12,164	9,732	10,411	18,563	19,674
Long-term debt	3,734	10,244	16,326	13,083	13,195
Other LT liabilities	69	77	100	105	116
Total LT liabilities	3,803	10,321	16,426	13,188	13,311
Total liabilities	15,967	20,053	26,837	31,751	32,985
Registered capital	1,770	1,770	1,770	1,770	1,770
Paid up capital	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
Share premium	673	673	673	673	673
Legal reserve	177	177	177	177	177
Retained earnings	11,664	14,855	17,223	20,324	24,031
Others	21	5	42	23	23
Minority Interest	457	552	619	695	768
Shareholders' equity	14,709	17,977	20,450	23,608	27,389

Source: Company data, FSS research

Important Ratios (Consolidated)					
	2013	2014	2015	2016E	2017E
Growth (%)					
Revenue	9.6	47.4	14.9	2.9	16.1
EBITDA	-0.1	56.1	1.6	8.0	16.2
Net profit	5.1	55.4	-2.9	10.8	16.2
Normalized earnings	5.2	56.2	-3.3	10.8	16.2
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	40.6	41.7	37.6	38.9	39.3
EBITDA margin	30.6	32.4	28.6	30.0	30.0
EBIT margin	29.8	31.8	28.0	29.3	29.4
Normalized profit margin	22.6	24.0	20.2	21.8	21.8
Net profit margin	22.8	24.1	20.4	21.9	21.9
Normalized ROA	9.3	11.7	9.1	8.6	9.2
Normalize ROE	19.4	24.8	21.1	20.3	20.3
Normalized ROCE	20.3	20.9	16.2	17.5	18.4
Risk (x)					
D/E	1.09	1.12	1.31	1.34	1.20
Net D/E	1.03	1.08	1.27	1.32	1.18
Net debt/EBITDA	3.94	3.22	4.26	4.70	4.21
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.68	2.61	2.53	2.81	3.26
Normalized EPS	1.66	2.60	2.51	2.79	3.24
EBITDA	2.25	3.51	3.56	3.85	4.47
FCF	-1.90	-1.78	-3.14	-1.16	0.82
Book value	8.57	10.47	11.91	13.75	15.96
Dividend	0.70	1.00	1.00	1.00	1.20
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	13.9	9.0	9.2	8.3	7.2
Normalized P/E	14.1	9.0	9.3	8.4	7.2
P/BV	2.7	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBTDA	14.4	9.9	10.8	10.8	9.4
Dividend yield (%)	3.0	4.3	4.3	4.3	5.1

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพรีเนลส์ 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปรีเนลส์ ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซีดีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธร์ 1 140/1 อาคารเคียนทงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธร์ 2 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธร์ 3 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 124/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดธานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุณีแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟิลินเซีย ไชรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator

ระดับ 5	Extended	ขยายผลผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒน์ (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)