

## เสนาดีเวลลอปเม้นท์

เพิ่ม FV เป็น ฿4.5 หลัง 4Q57 กำไรโตเด่น

ภาคกำไร 4Q57 เป็นจุดสูงสุดของปี และปี 58 เติบโตต่อเนื่อง จากแผนการเปิดโครงการเชิงรุก มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 57-58 ขึ้น 15% และ 16% ให้ Fair Value ใหม่ 4.5 บาท คงคำแนะนำซื้อ

### ■ โครงการใหม่ 1 หมื่นล้านบาท อนุมัติ Presale โت 50%

ผู้บริหารกำหนดแผนเปิดโครงการใหม่ปี 2558 สูงสุดเป็นประวัติการณ์ 1 หมื่นล้านบาท จำนวน 11 โครงการ (แนวราบ 6 โครงการ และคอนโดฯ 5 โครงการ) เพื่อสร้างยอด Presale ใหม่ 4.5 พันล้านบาท เติบโตกว่า 50% YoY โดยจะเน้นพัฒนาโครงการระดับบนมากขึ้น อาทิ คอนโดฯย่านเพชรบุรี และโครงการบ้านเดี่ยวจากเดิมที่มีพอร์ตส่วนใหญ่เป็นคอนโดฯระดับกลาง-ล่าง ขณะที่เป้าหมายรายได้ปี 2558 ตั้งไว้ที่ 3 พันล้านบาท เติบโตกว่า 15% YoY จากสินค้าแนวราบที่จะเปิดมากขึ้น ซึ่งจะสามารถขายพร้อมโอนฯได้ภายในปีนี้ ประกอบกับยอด Backlog จำนวน 2 พันล้านบาท จะมีกำหนดโอนฯในปีนี้อย่างน้อย 1 พันล้านบาท ส่วนประสิทธิภาพการทำกำไรยังคงกำหนดกรอบ Gross Margin ระดับ 40% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และมีนโยบายเพิ่มรายได้จากธุรกิจที่สร้าง Recurring Income โดยในงวด 2Q58 จะเริ่มขายไฟฟ้าจากโครงการ Soar Roof 0.75 MW ให้แก่ EGAT

### ■ 4Q57 เป็นจุดสูงสุดของปี ปรับเพิ่มกำไรปี 57-58

ทิศทางกำไร 4Q57 คาดว่าจะเป็นจุดสูงสุดของปีที่ระดับ 164 ล้านบาท เพิ่ม 37% QoQ และ 31% YoY เพราะสามารถโอนฯคอนโดฯและแนวราบได้สูงกว่าคาด โดยเฉพาะคอนโดฯ The Niche ID พระราม2 ที่ได้เริ่มส่งมอบ ส่งผลให้รายได้รวมปี 2557 สูงกว่าเป้าหมายของบริษัท ดั้งนั้นฝ่ายวิจัยจึงปรับเพิ่มประมาณการรายได้ขึ้น 8% เป็น 2.65 พันล้านบาท ให้สอดคล้องตัวเลขใหม่ ส่วนปี 2558 ปรับเพิ่มรายได้ 9% เป็น 2.8 พันล้านบาท ส่งผลต่อประมาณการกำไรปี 2557-58 ปรับเพิ่มจากเดิม 15% และ 16% ตามลำดับ

### ■ เพิ่ม Fair Value ปี 58 เป็น 4.5 บาท

ฝ่ายวิจัยกำหนด Fair Value อิง PER 8 เท่า จะได้ราคาที่เหมาะสมใหม่ 4.5 บาท มี Upside 34% และปันผลงวด 2H57 มีแนวโน้มจ่ายเป็นหุ้นปันผล คงคำแนะนำซื้อ

Key Data					
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY55A	FY56A	FY57F	FY58F	FY59F
ยอดขาย (ลบ)	1,685	2,001	2,648	2,806	3,154
กำไรสุทธิ (ลบ)	296	270	417	431	480
Norm Profit (ลบ)	296	270	417	431	480
Norm EPS (บาท)	0.41	0.38	0.55	0.56	0.63
PER (เท่า)	8.1	8.9	6.2	6.0	5.4
DPS (บาท)	0.17	0.15	0.22	0.23	0.28
Dividend Yield (%)	4.9	4.5	6.5	6.7	8.4
BV (บาท)	3.1	3.4	3.6	3.9	4.3
PBV (เท่า)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## SENA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 3.36

ราคาเป้าหมาย (บาท): 4.50

Upside : 34%

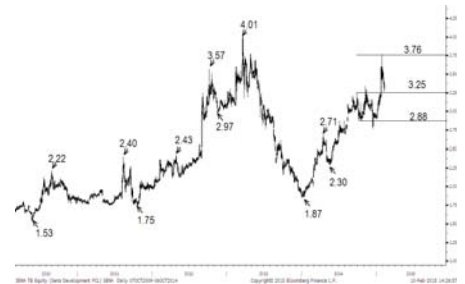
Dividend Yield : 6.6%

Total Return : 40.6%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 2,574

CG Score: NR.

### Technical Chart



วีรพล เหลืองอมรชัย

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 033624

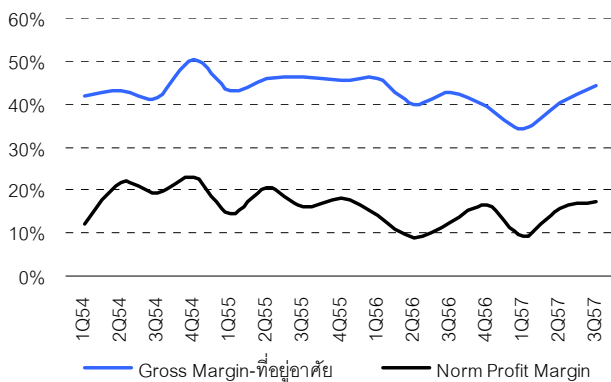
Weerapon.re@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57F	% QoQ	% YoY	9M57	9M56	% YoY	2557F	2556	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	353	406	480	763	365	638	689	956	38.7%	25.3%	1,693	1,238	36.7%	2,648	2,001	32.4%
ต้นทุนขาย	191	241	273	468	229	384	387	575	48.5%	22.8%	1,000	705	41.7%	1,574	1,173	34.2%
กำไรขั้นต้น	162	165	206	295	136	255	302	381	26.2%	29.3%	693	533	30.0%	1,074	828	29.8%
SG&A	102	118	137	150	96	131	144	169	17.2%	12.7%	371	357	3.9%	540	507	6.5%
EBITDA	89	75	99	182	63	146	181	253	40.1%	39.0%	390	264	48.0%	643	446	44.3%
กำไรสุทธิ	49	36	60	125	33	100	120	164	37.4%	31.4%	253	145	74.9%	417	270	54.8%
Norm Profit	49	36	60	125	33	100	120	164	37.4%	31.4%	253	145	74.9%	417	270	54.8%
Norm EPS	0.07	0.05	0.08	0.17	0.05	0.14	0.17	0.19	14.1%	9.2%	0.35	0.20	74.9%	0.55	0.38	44.4%
Gross Margin (%)	45.9%	40.6%	43.0%	38.6%	37.3%	39.9%	43.8%	39.9%			40.9%	43.0%		40.6%	41.4%	
Norm Profit Margin (%)	13.3%	8.5%	12.0%	15.9%	8.8%	15.6%	17.2%	15.8%			15.0%	11.7%		15.5%	13.0%	

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP

## ประสิทธิภาพการทำการ



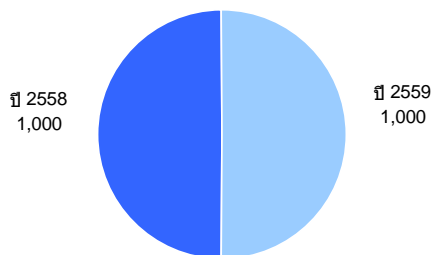
ที่มา : SENA

## รายละเอียดการปรับประมาณการ

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	57F	58F	57F	58F	57F	58F
<b>ประมาณการ</b>						
Norm Profit (ลบ.)	417	431	364	370	14.6%	16.3%
Norm EPS (บาท)	0.55	0.56	0.48	0.48	14.6%	16.3%
Fair Value PER (X)		8		8		0.0%
Fair Value (บาท)		4.50		3.87		16.3%
<b>สมมติฐาน</b>						
รายได้ (ลบ.)	2,648	2,806	2,454	2,584	7.9%	8.6%
Gross Margin	40.0%	40.0%	39.0%	40.0%	2.6%	0.0%
SG&A/Sale	20.0%	20.0%	21.0%	22.0%	-4.8%	-9.1%
Effective Tax Rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	0.0%	0.0%

ที่มา : SENA

## ยอด Backlog ที่มีกำหนดโอนฯ แยกรายปี



ที่มา : SENA

## ปัจจัยเสี่ยง

- กลุ่มลูกค้าหลักของ SENA อยู่ในระดับกลาง-ล่าง ซึ่งส่วนใหญ่ต้องพึ่งพาสินเชื่อที่อยู่อาศัยจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งถูกกดดันจากปัญหาหนี้สินครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น อาจนำไปสู่ Rejection Rate ที่เพิ่มขึ้น
- ยอด Backlog ที่มีกำหนดโอนฯ ในปี 2558 ยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับเป้าหมาย ส่งผลให้บริษัทจะต้องเร่งการขายสต็อกคอนโดฯ หรือโครงการแนวราบให้เพียงพอ

ที่มา : SENA

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2557-59 ของ SENA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
รายได้ธุรกิจหลัก	2,001	2,648	2,806	3,154	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	1,173	1,574	1,668	1,876	กำไรสุทธิ	270	417	431	480
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>828</b>	<b>1,074</b>	<b>1,138</b>	<b>1,278</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	104	170	191	218
ค่าใช้จ่ายในการขาย	507	540	572	643	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	51	56	62	68
ดอกเบี้ยจ่าย	46	63	80	95	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	-	-	-	-
รายได้อื่น	74	53	56	63	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(477)	(793)	(527)	(579)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	348	525	541	603	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(52)</b>	<b>(150)</b>	<b>156</b>	<b>187</b>
ภาษีเงินได้	76	105	108	121	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(2)	(2)	(2)	(2)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(303)	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	24	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>270</b>	<b>417</b>	<b>431</b>	<b>480</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(267)	(494)	(592)	(711)
EPS	0.38	0.55	0.56	0.63	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	<b>(546)</b>	<b>(494)</b>	<b>(592)</b>	<b>(711)</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>270</b>	<b>417</b>	<b>431</b>	<b>480</b>	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
<b>Norm EPS</b>	<b>0.38</b>	<b>0.55</b>	<b>0.56</b>	<b>0.63</b>	เพิ่ม/ลด เงินกู้	893	801	968	469
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	51	-	-
การเติบโตของยอดขาย	18.8%	32.4%	5.9%	12.4%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	(148)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-9.0%	54.8%	3.2%	11.5%	ลด จ่ายปันผล	(94)	(141)	(170)	(194)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	41.4%	40.6%	40.6%	40.5%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	<b>652</b>	<b>711</b>	<b>798</b>	<b>275</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	13.5%	15.8%	15.4%	15.2%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>362</b>	<b>(249)</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
รายได้ธุรกิจหลัก	763	365	638	689	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	372	440	802	553
ต้นทุนขาย	468	229	384	387	ลูกหนี้การค้า	111	36	46	52
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>295</b>	<b>136</b>	<b>255</b>	<b>302</b>	สินค้าคงคลัง	2,283	2,740	3,014	3,315
ค่าใช้จ่ายในการขาย	150	96	131	144	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	8	8	8	8
ดอกเบี้ยจ่าย	9	11	6	18	เงินลงทุนระยะยาว	336	336	336	336
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	2,468	2,961	3,554	4,264
รายได้อื่น	23	10	4	7	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>5,641</b>	<b>6,583</b>	<b>7,822</b>	<b>8,590</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	159	39	122	147	เจ้าหนี้การค้า	231	43	50	62
ภาษีเงินได้	34	6	22	27	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	2,339	2,279	2,778	3,282
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(0)	(1)	(0)	(1)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	207	207	207	207
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	401	1,261	1,730	1,695
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>125</b>	<b>33</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>3,226</b>	<b>3,839</b>	<b>4,814</b>	<b>5,294</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>125</b>	<b>33</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	715	766	766	766
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	219	219	219	219
					กำไรสะสม	1,403	1,679	1,940	2,226
ยอดขาย (QoQ)	59.0%	-52.1%	74.7%	7.9%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>2,404</b>	<b>2,731</b>	<b>2,992</b>	<b>3,278</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	38.6%	37.3%	39.9%	43.8%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>18</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	109%	-73.5%	203%	19%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>5,641</b>	<b>6,583</b>	<b>7,822</b>	<b>8,590</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.00	1.27	1.27	1.11	Presale ระหว่างงวด	2,443	2,814	3,000	3,300
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	25	36	68	64	การบันทึกรายได้จากการขาย	1,877	2,500	2,650	2,990
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.57	0.63	0.58	0.59	รายได้ค่าเช่าและบริการ	124	148	156	164
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7.02	11.48	35.72	33.52	Gross Margin เฉลี่ย (%)	41.4%	40.6%	40.6%	40.5%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.34	1.41	1.61	1.62	Norm Profit Margin (%)	13.5%	15.8%	15.4%	15.2%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.4%	6.8%	6.0%	5.9%	SG&A/Sale (%)	25.3%	30.0%	30.0%	30.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.6%	16.3%	15.1%	15.3%	Effective Tax Rate (%)	21.9%	20.0%	20.0%	20.0%