



## SENA DEVELOPMENT (SENA | property)

### เติบโตโดดเด่นในปี 2016 จากทั้งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และพลังงานทดแทน

**ปรับประมาณการรายได้ปีนี้เพิ่มขึ้น 6.3%** : เราประเมินว่ารายได้ในปีนี้จะเติบโต 9.3% YoY คู่ระดับ 2,780 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากบทวิเคราะห์ก่อนหน้านี้ 6.3% จากโครงการบ้านเดี่ยวที่จะเปิดตัวในครึ่งปีหลัง ที่เราคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ได้ภายใน 4Q58 ถึงแม้บริษัทจะปรับเป้าการเปิดโครงการในปีนี้ทั้งหมด ลงจาก 10,000 ล้านบาท เป็น 7,000 ล้านบาท โดยเน้นการเปิดโครงการแนวราบแทนแนวสูงในครึ่งปีหลัง แต่ยอดขายส่วนใหญ่ของโครงการแนวราบ จะเป็น Real Demand ที่ยังคงเติบโตได้อยู่

**รายได้ FY16 เติบโตโดดเด่น 53.6% YoY** : จากโครงการแนวสูงส่วนใหญ่ที่มีกำหนดโอนในปี 16, จากการขายแผงโซลาร์รูฟ และส่วนแบ่งกำไรจากโครงการโซลาร์ฟาร์ม จำนวน 46.5 MW ที่จะรับรู้เต็มปี จำนวน 45 ล้านบาท ส่งผลให้กำไรเติบโต 31.7% YoY เติบโตในอัตราที่ต่ำกว่ารายได้ เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่จะมาจากโครงการในแบรนด์ เดอะ นิช ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำ ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมปรับตัวลงเหลือ 37% ในปี'16 จาก 40% ในปี'15 อย่างไรก็ดี แม้กำไรสุทธิปี 15-16F จะเติบโตโดดเด่นที่ 4.1% และ 34.3% YoY ตามลำดับ แต่กำไรต่อหุ้นจะปรับตัวลดลง 30% ในปี'15 และจะเพิ่มขึ้น 34% ในปี'16 คู่ 0.53 บาท/หุ้น จากการเพิ่มทุน RO จำนวน 263 ล้านหุ้น ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นใน 4Q58

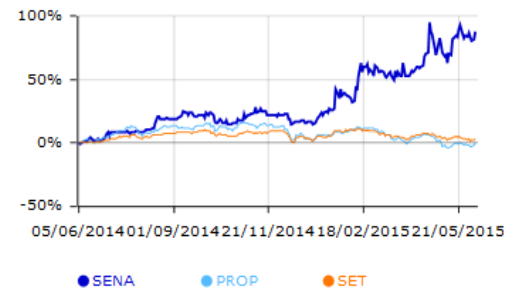
**คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยมูลค่าเหมาะสมปี 2016 ที่ 4.80 (เพิ่มขึ้น 6.7%)** : เราประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2016 ของ SEN A ที่ 4.8 บาท ด้วยวิธี PER อิง P/E ที่ 9 เท่า คิดเป็นอัฒชีพัสต์สูงถึง 40.4% และคาดการณ์อัตราเงินปันผลในปี 15-16F ที่ 3.2% และ 4.3% ตามลำดับ

FINANCIAL SUMMARY	2012	2013	2014	2015F	2016F
Revenues (mil)	1738	2074	2775	3035	4637
Net Profit (mil)	296	272	435	453	608
EPS (THB)	0.41	0.38	0.57	0.40	0.53
D/E (x)	0.92	1.34	1.42	1.22	1.14
P/E (x)	9.04	6.11	5.95	9	9
P/B (x)	1.10	0.64	0.87	1.02	0.92
Div. Yield (%)	5.4	8.1	4.8	3.2	4.3

### “STRONG BUY”

TARGET (P/E'15)	4.8
Closing price (THB)	3.42
Upside (%)	40.4%

### Relative Performance Chart



**ลักษณะธุรกิจ** : พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัย ได้แก่ บ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ และอาคารพาณิชย์ อาคารชุด และอพาร์ทเมนท์ที่ให้เช่า community mall และธุรกิจสนามกอล์ฟ

BETA	1.35
CG score rating	-
Market Cap (THB mil)	3,173
No. Listed Share (mil)	876
Free Float (%)	48.07
Par value (THB)	1
12-mth High/Low (THB)	4.42 - 2.17

รัชชัย อัสวพรไชย เลขทะเบียน 000710  
นักวิเคราะห์ที่บ้จยพื้นฐาน , บ้จยทางเทคนิค  
[tawatchai@aslsecurities.com](mailto:tawatchai@aslsecurities.com) 0-2508-1567  
, สิวกร ค่านอุดตรา ผู้ช่วยนักวิเคราะห์



## หุ้นอสังหาที่มีสัดส่วนของ RECURRING INCOME มากที่สุด

เรามิมองเชิงบวกอย่างมากต่อการที่บริษัทมีความพยายามที่จะเพิ่มรายได้ในส่วน Recurring Income อย่างต่อเนื่อง โดยเราคาดว่ารายได้ส่วนนี้จะเติบโต 23.3% YoY ผู้ระดับ 263 ล้านบาทหรือคิดเป็น 6.1% ของรายได้รวม ในปี 2016 ซึ่งการเพิ่มรายได้ในส่วน Recurring Income นี้จะเป็นการลดข้อเสียของหุ้นอสังหา ที่จำเป็นต้องเปิดโครงการใหม่และมากขึ้นกว่าเดิมทุกปี เพื่อรักษาอัตรากำไรของรายได้และกำไร ซึ่งมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจจะได้รับผลกระทบจากภาวะทางเศรษฐกิจในอนาคตที่ไม่อาจคาดเดาได้ ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนในตลาดให้ค่า P/E, P/B มากขึ้นในอนาคต

อัปเดตจากประมาณการ โครงการร่วมทุนกับบริษัท AIRA และแสงฟ้า ก่อสร้างโครงการ Recurring Income คาดเห็นความชัดเจนใน 4Q58

ปัจจัยเสี่ยง: ความสามารถในการผ่อนชำระหนี้ของผู้บริโภค, ภาวะทางเศรษฐกิจ และการก่อสร้างที่ล่าช้ากว่ากำหนด





## SENA: FINANCIAL TABLES

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Revenues	1738	2074	2775	3035	4637
Cost of sales and services	930	1247	1621	1833	2915
<b>Gross profit</b>	<b>808</b>	<b>827</b>	<b>1154</b>	<b>1201</b>	<b>1723</b>
SG&A expenses	399	433	563	618	958
<b>EBIT</b>	<b>409</b>	<b>394</b>	<b>591</b>	<b>583</b>	<b>765</b>
Finance costs	37	46	46	17	5
<b>EBT</b>	<b>372</b>	<b>348</b>	<b>545</b>	<b>566</b>	<b>760</b>
Income taxes	76	76	110	113	152
<b>Net income</b>	<b>296</b>	<b>272</b>	<b>435</b>	<b>453</b>	<b>608</b>
<b>Reported EPS</b>	<b>0.41</b>	<b>0.38</b>	<b>0.57</b>	<b>0.40</b>	<b>0.53</b>
EPS growth (%)	-30%	-8%	49%	-30%	34%
EBITDA	380	343	530	527	709

CASH FLOW (Btm)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Earning before tax	296	272	435	453	608
Depreciation & amortization	29	51	61	56	56
non-cash adjustment & others	7	(21)	4	0	0
Change in working capital	(10)	(462)	(686)	(648)	(531)
interest paid	30	105	45	17	5
income tax paid	(8)	3	23	10	8
<b>cash from operating activities</b>	<b>344</b>	<b>(52)</b>	<b>(118)</b>	<b>(112)</b>	<b>146</b>
CAPEX (invest)	(309)	(267)	(129)	(240)	(49)
Others	(18)	(279)	99	73	0
<b>Cash used for investing</b>	<b>(327)</b>	<b>(546)</b>	<b>(29)</b>	<b>(167)</b>	<b>(49)</b>
Debt financing (repayment)	133	745	242	464	100
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend paid	(99)	(94)	(79)	(158)	(213)
<b>Cash provided by financing</b>	<b>34</b>	<b>651</b>	<b>163</b>	<b>305</b>	<b>(113)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>(16)</b>
<b>Free Cash Flow (Btm)</b>	<b>35</b>	<b>(319)</b>	<b>(246)</b>	<b>(352)</b>	<b>97</b>

BALANCE SHEET(Btm)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Cash and cash equivalents	317	372	388	514	498
Short-term investments	33	336	242	169	169
Receivables	45	110	210	310	350
Inventories	1849	2283	2578	2927	3217
Net PPE	1990	2468	3226	4222	4451
other C&NC assets	64	72	66	67	67
<b>Total assets</b>	<b>4298</b>	<b>5641</b>	<b>6709</b>	<b>8209</b>	<b>8753</b>
ST debt & current portion	1104	2337	3279	3500	3600
Accounts payables	103	231	226	326	367
Long-term debt	662	400	157	400	400
Other liabilities	193	257	270	281	289
<b>Total liabilities</b>	<b>2062</b>	<b>3225</b>	<b>3933</b>	<b>4507</b>	<b>4656</b>
paid-up capital	715	715	766	1139	1139
Share premium	219	219	219	482	482
Retain earning	1227	1403	1707	2002	2397
Minority interest	9	11	13	13	13
other components	67	67	67	67	67
<b>Total stockholders' equity</b>	<b>2236</b>	<b>2415</b>	<b>2772</b>	<b>3702</b>	<b>4097</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>4298</b>	<b>5641</b>	<b>6709</b>	<b>8209</b>	<b>8753</b>

KEY RATIOS	2012	2013	2014	2015F	2016F
Revenues growth (%)	-22%	21%	34%	9%	54%
Gross margin (%)	46%	40%	42%	40%	37%
EBITDA margin (%)	22%	17%	19%	17%	15%
Net margin (%)	17%	13%	16%	14.9%	13.1%
ROA (%)	6.9%	4.8%	6.5%	5.5%	6.9%
ROE (%)	13.2%	11.3%	15.7%	12.2%	14.8%
Asset turnover (x)	0.40	0.37	0.41	0.37	0.53
Current ratio (x)	1.64	1.00	0.91	0.95	0.99
D/E (x)	0.92	1.34	1.42	1.22	1.14