

## เสนาดีเวลลอปเม้นท์

### เสริมทัพด้วยธุรกิจ Solar เพิ่มความมั่นคงในระยะยาว

การก้าวสู่ธุรกิจ Solar Farm และ Rooftop เพื่อเพิ่มความมั่นคงให้กับรายได้และกำไร จะเห็นผลเต็มปีในปี 2559 และหนุนให้กำไรปี 2559 กลับมาเติบโตสูง 38% yoy ด้านราคายังมี upside 35% เทียบกับ FV ปี 2559 ที่ 4.80 บาท จึงยังแนะนำซื้อ

#### ■ ต่อยอดธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ หวังเพิ่มรายได้ประจำมากขึ้น

ภายใต้สถานการณ์ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่แกว่งตัวตามสภาพเศรษฐกิจ ทำให้บริษัทมีแผนเพิ่มฐานรายได้ประจำ โดยก้าวสู่ธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ ผ่านการลงทุนเองและร่วมลงทุนกับพันธมิตร ในการเป็นผู้พัฒนาโครงการ Solar Farm ขนาดกำลังการผลิต 46.5 MW และ Solar Rooftop 0.75 MW รวมถึงเป็นผู้บริหารโครงการ Solar Rooftop ในรูปแบบจำหน่ายและติดตั้งแผงโซลาร์ให้กับลูกค้า เริ่มต้นที่ 1.5 MW ในปี 2558 ก่อนเพิ่มเป็น 5 MW ในปี 2559 คาดธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์จะสร้างฐานรายได้และกำไรที่มั่นคงให้กับ SENA โดยจะเห็นภาพชัดเจนตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป

#### ■ คาดกำไรปี 2559 จะเติบโตได้เด่น 38% yoy

แม้ปี 2558 ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะลดตัว กอปรกับการต่อยอดไปยังธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ยังไม่เห็นผลชัดเจน ทำให้คาดการณ์กำไรที่ 417 ล้านบาท ลดลง 4% yoy แต่จะกลับมาเติบโต 38% เป็น 574 ล้านบาทในปี 2559 จากความคาดหวังว่าเศรษฐกิจจะกลับมาฟื้นตัว ทำให้เห็นการเติบโตของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากขึ้นจากโครงการใหม่ที่เปิดตัว นอกจากนี้ยังได้แรงหนุนจากธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ที่จะเข้ามาสร้างรายได้เต็มปี ทั้ง Solar Rooftop อีกราว 5.75 MW (เป็น SENA Warehouse 0.75 MW และ Modern Green Solar อีก 5 MW) และ Solar Farm ขนาดกำลังการผลิต 46.5 MW ซึ่งจะสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับบริษัท (สัดส่วน 51%) เต็มปีจำนวน 46 ล้านบาท

#### ■ ราคามี upside 35% จาก FV ปี 2559 ที่ 4.80 บาท

ภายใต้แผนเพิ่มทุนแบบ RO 262.7 ล้านหุ้น ส่งผลให้ EPS ปี 2558 อยู่ที่ 0.45 บาท และ 0.50 บาทในปี 2559 หากประเมินมูลค่าหุ้นอิง PER 8 เท่าสำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และ 25 เท่า ตามค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานทดแทนสำหรับพลังงานแสงอาทิตย์ จะทำให้ Fair Value ปี 2559 ซึ่งสะท้อนภาพธุรกิจทั้ง 2 รูปแบบได้อย่างชัดเจน ภายใต้ EPS ปี 2559 ที่ 0.50 บาท (กำไรอสังหาริมทรัพย์ 0.46 บาท และ พลังงานแสงอาทิตย์ 0.04 บาท) จะได้มูลค่าพื้นฐานปี 2559 ที่ 4.80 บาท มี upside 35% จึงแนะนำซื้อ

Key Data					
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย (ลบ)	2,001	2,739	2,731	3,608	4,273
กำไรสุทธิ (ลบ)	270	435	417	574	685
Norm Profit (ลบ)	270	435	417	574	685
Norm EPS (บาท)	0.38	0.60	0.45	0.50	0.60
PER (เท่า)	9.4	5.9	7.9	7.1	5.9
DPS (บาท)	0.15	0.24	0.18	0.20	0.24
Dividend Yield (%)	4.2	6.7	5.1	5.7	6.8
BV (บาท)	3.4	3.6	4.1	3.8	4.2
PBV (เท่า)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

ที่มา : ASPS

## SENA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 3.56

ราคาเป้าหมายปี 2559 (บาท): 4.80

Upside : 34.95%

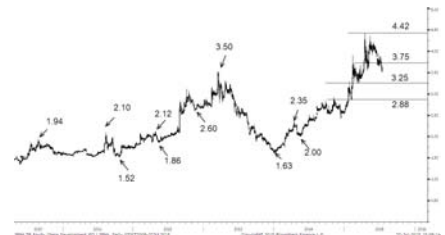
Dividend Yield : 5.1%

Total Return : 40.04%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 3,118

CG Score: NR.

### Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	Cons	% diff
2558F	0.45	0.53	-15%
2559F	0.50	0.60	-17%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

เท็ดศักดิ์ ทีวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

นवलพรรณ น้อยรัชชุกร

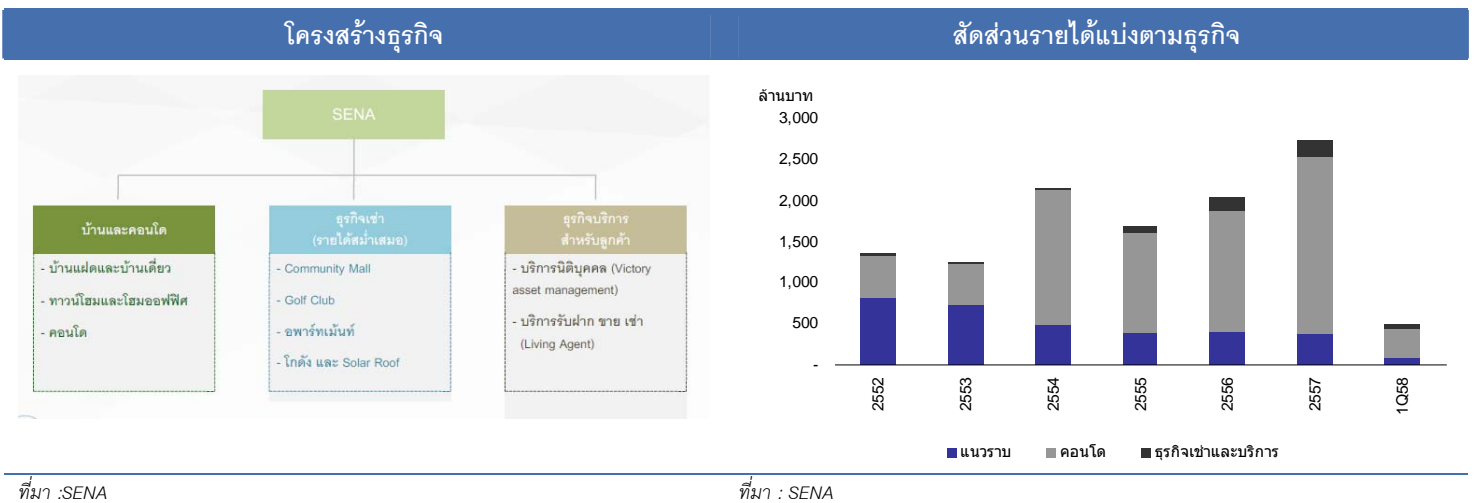
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

Nuanpun.re@asiaplus.co.th

■ **พัฒนาอสังหาฯ ครบวงจรแบบ 360 องศา**

SENA ดำเนินธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย เจาะกลุ่มลูกค้าเป้าหมายระดับกลาง-ล่าง โดยมีสินค้าพร้อมตอบสนองความต้องการของตลาดครบทุกประเภท ทั้งบ้านเดี่ยว, ทาวน์เฮ้าส์ และคอนโดมิเนียม รวมถึงให้บริการหลังการขายแบบครบวงจร 360 องศา ตั้งแต่พัฒนาออกแบบ ซ่อมแซม บำรุงรักษา บริหารดูแลนิติบุคคล และทีม Sale Agent เพื่อให้ลูกค้าทุกโครงการของ SEN A ได้รับการบริการที่แตกต่างจากการซื้อบ้านจากบริษัทอื่น นอกเหนือจากธุรกิจพัฒนาอสังหาฯ เพื่อขายแล้ว ทาง SEN A ยังมีธุรกิจให้เช่าและบริการซึ่งมีรายได้เข้ามาต่อเนื่องสม่ำเสมอ ผ่านการลงทุนในโครงการคอมมูนิตีมีอลล์ "SENA Fest" และ โครงการนามกอล์ฟ "พืทยานันท์รีคัลบแอนดริสอร์ท" โดยปี 2557 บริษัทมีรายได้ขายอสังหาฯ และ ธุรกิจให้เช่าคิดเป็นสัดส่วน 92% และ 8% ของรายได้จากการดำเนินงานรวม

ผู้พัฒนาอสังหาฯ เพื่อขายและเพื่อเช่า แบบครบวงจร 360 องศา โดยปี 2557 สัดส่วนรายได้ขายอสังหาฯ และรายได้ค่าเช่า คิดเป็นประมาณ 92% และ 8% ตามลำดับ



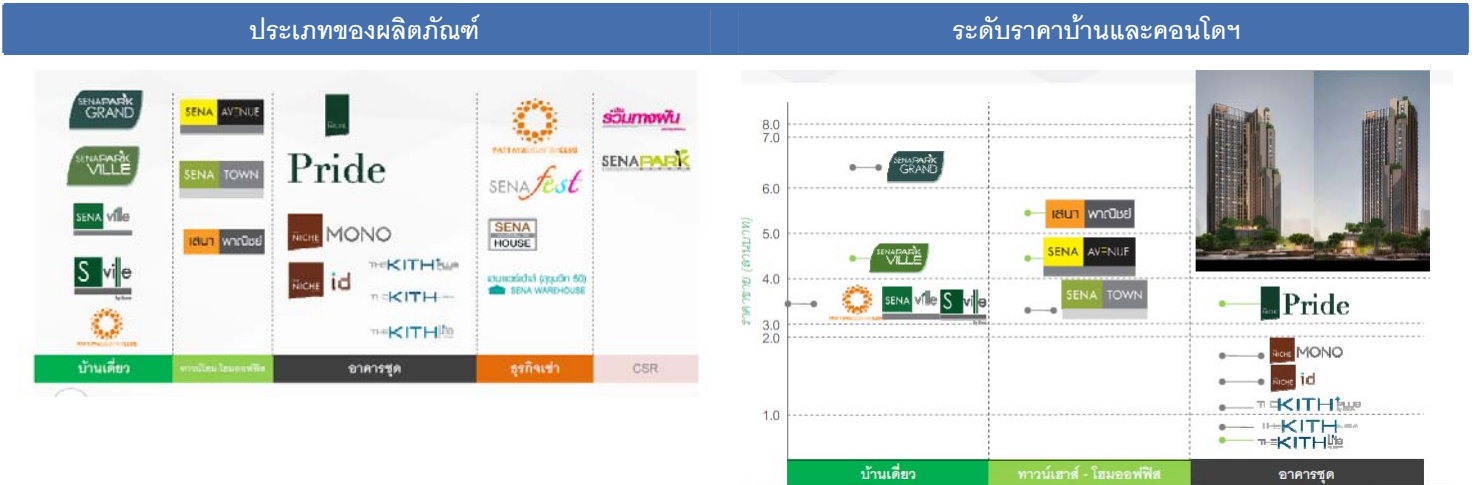
ที่มา :SENA

ที่มา : SEN A

■ **14 โครงการอยู่ระหว่างพัฒนา มูลค่าคงเหลือ 4.5 พันล้านบาท**

สิ้น 1Q58 SEN A และบริษัทย่อยมีโครงการระหว่างพัฒนาทั้งสิ้น 14 โครงการ ประกอบด้วยโครงการแนวสูง 10 โครงการ ภายใต้แบรนด์ The Niche และ The Kith และแนวราบอีก 4 โครงการ (ตารางด้านล่างประกอบ) มูลค่าคงเหลือสำหรับขายทั้งหมด 4.5 พันล้านบาท และมี Backlog 1.65 พันล้านบาท โดยสินค้าส่วนใหญ่เจาะกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลางถึงล่าง ในช่วงราคา 1-3 ล้านบาท/ยูนิตสำหรับโครงการคอนโดฯ และ 2-7 ล้านบาท/หลังสำหรับโครงการบ้านเดี่ยว-ทาวน์เฮ้าส์

สิ้น 1Q58 มีโครงการระหว่างพัฒนารวม 14 โครงการ มูลค่าคงเหลือขาย 4.5 พันล้านบาท



ที่มา :SENA

ที่มา : SEN A

## โครงการปัจจุบัน ณ สิ้นงวด 1Q58

โครงการ	มูลค่าโครงการรวม		ยอดขายสะสม		ยอดโอนสะสม		คงเหลือขาย		Backlog	
	มูลค่า	ยูนิต	มูลค่า	ยูนิต	มูลค่า	ยูนิต	มูลค่า	ยูนิต	มูลค่า	ยูนิต
<b>โครงการแนวราบ</b>										
1 S-Ville ลำลูกกาคลอง4	623.88	210	482.97	157	468.12	152	140.91	53	14.85	5
2 เสนาปาร์ค แกรนด์ เฟส 1	1,246.59	174	322.61	42	238.27	31	923.98	132	84.34	11
3 เสนาวิลล์คลองหลวง	226.06	60	105.72	28	86.88	23	120.34	32	18.84	5
4 เสนาทาวน์รามอินทราผู้บอน	108.66	29	11.76	3	-	-	96.90	26	11.76	3
<b>รวมโครงการแนวราบ</b>	<b>2,205.19</b>	<b>473</b>	<b>923.06</b>	<b>230</b>	<b>793.27</b>	<b>206</b>	<b>1,282.13</b>	<b>243</b>	<b>129.79</b>	<b>24</b>
<b>โครงการแนวสูง</b>										
5 เดอะคิท์ ลำลูกกาคลอง 2	691.97	744	558.69	658	534.41	633	133.28	86	24.28	25
6 เดอะคิท์ คลองหลวง	513.16	345	488.11	319	465.68	294	25.05	26	22.43	25
7 เดอะคิท์ ดิวานนท์	1,120.64	869	551.71	475	489.97	428	568.93	394	61.74	47
8 เดอะคิท์ พัด นวมินทร์ 163	541.05	406	468.83	364	437.76	341	72.23	42	31.07	23
9 เดอะคิท์ ไลท์ บางกระดี่	298.16	348	100.24	117	-	-	197.92	231	100.24	117
10 เดอะมิช โมโน บางนา เฟส 1 & 2	1,274.48	643	932.13	492	909.66	482	342.35	151	22.47	10
11 เดอะมิช ไอดี บางแค เฟส 1	676.27	434	129.33	83	-	-	546.94	351	129.33	83
12 เดอะมิช โมโน รัชวิภา	1,384.53	528	996.44	380	-	-	388.09	148	996.44	380
13 เดอะมิช ไอดี พระราม 2	954.98	616	543.61	369	476.20	325	411.37	247	67.41	44
14 เดอะมิช ไอดี เสรีไทย เฟส 1	652.46	448	71.36	49	-	-	581.10	399	71.36	49
<b>รวมโครงการแนวสูง</b>	<b>8,107.72</b>	<b>5,381</b>	<b>4,840.47</b>	<b>3,306</b>	<b>3,313.69</b>	<b>2,503</b>	<b>3,267.25</b>	<b>2,075</b>	<b>1,526.78</b>	<b>803</b>
<b>รวม</b>	<b>10,312.90</b>	<b>5,854</b>	<b>5,763.53</b>	<b>3,536</b>	<b>4,106.96</b>	<b>2,709</b>	<b>4,549.37</b>	<b>2,318</b>	<b>1,656.57</b>	<b>827</b>

ที่มา :SENA

## ■ Presale 1H58 ที่ 1.47 พันล้านบาท...คาดเพิ่มมากขึ้นใน 2H58

สถานะการขาย 2Q58 มียอด Presale อยู่ที่ 720 ล้านบาท แยกเป็นแนวราบ 120 ล้านบาท และคอนโดฯ 600 ล้านบาท โดยหลักมาจากขายสต็อกสินค้าโครงการเดิม ขณะที่โครงการคอนโดฯ แม้ยังไม่มีการเปิดโครงการใหม่ แต่ได้มีการเปิดให้ลูกค้าบางกลุ่มจองโครงการคอนโดฯ “The Niche Pride เพชรบุรี” เมื่อเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ทั้งนี้โครงการดังกล่าว เป็นการร่วมมือกันระหว่าง SEN A และบริษัท แสงฟ้าก่อสร้าง จำกัด (สัดส่วนลงทุน 65: 35) เพื่อพัฒนาคอนโดฯ ขนาด 667 ยูนิต มูลค่า 3 พันล้านบาท มีเป้าหมายขยายฐานลูกค้าไปสู่กลุ่มระดับกลาง-บนที่มีรายได้ 1 แสนบาท/เดือน (กลุ่มลูกค้า B+) มากขึ้น และจะเปิดขายอย่างเป็นทางการในเดือน ส.ค. นี้ โดยปัจจุบันมียอดจองประมาณ 100 ยูนิต แต่รับรู้เป็นยอด Presale งวด 2Q58 จำนวน 12 ยูนิต มูลค่า 50 ล้านบาท

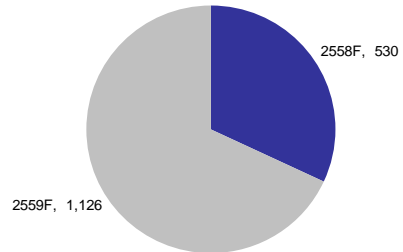
โดยรวม Presale 1H58 ทำได้ 1.47 พันล้านบาท (เป็นแนวราบฯ 270 ล้านบาท และคอนโดฯ 1.2 พันล้านบาท) คาดจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H58 หลังโครงการ The Niche Pride เพชรบุรี เปิดตัวอย่างเป็นทางการ และมี บริษัท ไนท์แฟรงค์ ชาร์เตอร์ (ประเทศไทย) จำกัด เป็นตัวแทนบริหารการขายและการตลาด มาช่วยผลักดันยอดขายเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้งวด 2H58 SEN A จะเน้นเปิดขายโครงการแนวราบเพิ่มอีก 6 โครงการ มูลค่า 2.6 พันล้านบาท เพื่อลดความเสี่ยงให้กับบริษัท เนื่องจากสามารถทยอยสร้างได้ ไม่จำเป็นต้องเปิดขายและก่อสร้างทั้งหมดเหมือนคอนโดฯ โดยทั้งปี 2558 ตั้งเป้าเปิดโครงการใหม่ 10 โครงการ มูลค่า 7.6 พันล้านบาท

งวด 1H58 มียอด Presale 1.47 พันล้านบาท คาดเพิ่มมากขึ้นใน 2H58 จากการเปิดตัวอย่างเป็นทางการของคอนโดฯ ขนาดใหญ่ 3 พันล้านบาท และแนวราบอีก 6 โครงการ มูลค่า 2.5 พันล้านบาท

### แผนการเปิดโครงการใหม่ปี 2558

### ยอด Backlog สิ้น 1Q58 ที่มีกำหนดการโอนฯ แยกรายปี

โครงการ	ประเภท	เปิด	มูลค่า
The Niche ID เสรีไทย	คอนโดฯ	1Q58	1,300
The Kith Lite บางกะดี	คอนโดฯ	1Q58	600
SENA Ville คู่บอน	แนวราบ	1Q58	120
The Niche Pride เพชรบุรี	คอนโดฯ	3Q58	3,000
6 โครงการ	แนวราบ	2H58	2,580
<b>รวม</b>			<b>7,600</b>



ที่มา :SENA และฝ่ายวิจัย ASPS

ที่มา :SENA และ ฝ่ายวิจัย ASPS

## ■ ประมาณการยอดขายอสังหาฯ ปรับลดตามภาวะเศรษฐกิจ

แนวโน้มผลประกอบการงวด 2Q58 คาดใกล้เคียงกับงวด 1Q58 ที่มีกำไร 75 ล้านบาท แต่ชะลอตัวลงจากงวด 2Q57 ที่มีกำไรระดับ 100 ล้านบาท เนื่องจากยังไม่มีโครงการโอนฯ โครงการคอนโดฯ ใหม่เข้ามาช่วยหนุน กอปรกับภาพรวมเศรษฐกิจชะลอตัว และกลุ่มลูกค้าส่วนใหญ่ของบริษัทอยู่ในระดับกลางล่าง ทำให้ชะลอการซื้อบ้านและคอนโดฯลง สะท้อนได้จากยอด Presale งวด 1H58 ข้างต้น คิดเป็นสัดส่วนเพียง 33% ของเป้าหมายยอดขายทั้งปี 2558 ที่เคยประเมินไว้ 4.5 พันล้านบาท ดังนั้นเพื่อสะท้อนภาพดังกล่าว ฝ่ายวิจัยจึงปรับลดยอด Presale ปีนี้ลงเหลือ 3.5 พันล้านบาท ภายใต้สมมติฐานดังกล่าว ส่งผลให้รายได้ขายอสังหาฯ ปีนี้ ลดลงจากประมาณการเดิม 13% อยู่ที่ 2.41 พันล้านบาท และกำไรจากธุรกิจอสังหาฯ ลดลงจากเดิม 10% เป็น 414 ล้านบาท

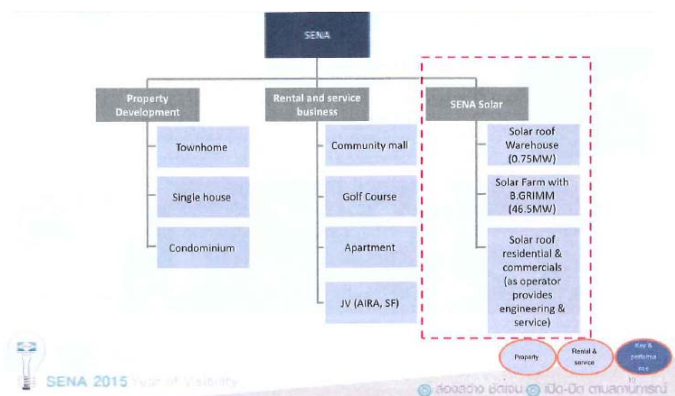
ปรับลดกำไรธุรกิจอสังหาฯ ปี 2558 ลงจากประมาณการเดิม 10% อยู่ที่ 414 ล้านบาท สะท้อนพิษเศรษฐกิจ ซึ่งกระทบต่อยอดขาย

## ■ ก้าวสู่ธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ เพิ่มความมั่นคงด้วยรายได้ประจำ

นับตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นมา SEN A ได้ตั้งเป้าการมีรายได้ประจำ (Recurring Income) ในสัดส่วน 10% ของรายได้ที่มาจากธุรกิจพัฒนาอสังหาฯ ซึ่งปัจจุบันสามารถทำได้ในระดับที่ต้องการ แต่เนื่องจากในอนาคตฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของธุรกิจพัฒนาอสังหาฯ ทำให้บริษัทมีความต้องการเพิ่มรายได้ประจำด้วยเช่นกัน โดยกลยุทธ์ในการเพิ่มรายได้ดังกล่าวคือการก้าวสู่ธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ที่สามารถสร้างรายได้มั่นคง ผ่านการจัดตั้งบริษัทลูก ชื่อ SEN A Solar (เดิมชื่อ TTRE) เพื่อลงทุนเองและร่วมลงทุนกับพันธมิตรในธุรกิจ Solar Rooftop และ Solar Farm ซึ่งประกอบด้วย

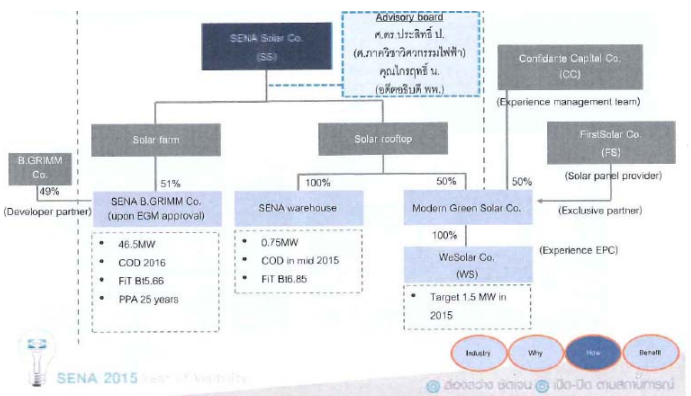
ร่วมมือกับพันธมิตรสู่ธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ทั้ง Solar Rooftop และ Solar Farm เพื่อต่อยอดรายได้ประจำในอนาคต

### โครงสร้างธุรกิจของ SEN A หลังก้าวสู่ธุรกิจใหม่



ที่มา :SENA

### โครงสร้างบริษัท SEN A Solar



ที่มา : SEN A

1. **โครงการ Solar Rooftop ขนาด 0.75 MW บน SENA Warehouse** ซึ่งบริษัทลูก SENA Solar ถือ 100% ปัจจุบันโครงการดังกล่าวได้เริ่มจำหน่ายไฟฟ้าตั้งแต่กลางปี 2558 และคาดว่าจะสร้างกำไรประมาณ 3 ล้านบาทในปีนี้ ก่อนเพิ่มเป็น 6 ล้านบาทต่อปี ตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป ภายใต้สัญญาการรับซื้อไฟแบบ Feed in Tariff อัตรา 6.85 บาท/หน่วย ตลอดอายุสัญญา 25 ปี
2. **ร่วมมือกับบริษัท Confidante Capital** ซึ่งเป็นที่ปรึกษาทางการลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งในและต่างประเทศ ดำเนินการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนชื่อ Modern Green Solar ( สัดส่วนลงทุน 50 : 50) เพื่อทำธุรกิจบริหารโครงการ Solar Rooftop โดยมีบริษัท FirstSolar (ผู้นำธุรกิจผลิตแผงโซลาร์ระดับสากลสัญชาติอเมริกัน ซึ่งมีบริการครบวงจรตั้งแต่รับเหมาติดตั้ง ดูแลระบบหลังการขาย ไปจนถึงความช่วยเหลือด้านการเงิน) เข้ามามีส่วนร่วมร่วมกับ Modern Green Solar ในฐานะ Exclusive Partner โดยที่ FirstSolar จะจัดสินค้า (แผงโซลาร์) ให้กับ Modern Green Solar ในราคาพิเศษแต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทย ทำให้ Modern Green Solar สามารถจำหน่ายสินค้าและบริการที่มีคุณภาพสูงในราคาที่ถูกลงกว่าผู้เล่นรายอื่น ๆ ในอุตสาหกรรม โดยในช่วงเริ่มต้นบริษัท Modern Green Solar จะขายแผงโซลาร์และรับจ้างติดตั้งหลังคาให้กับลูกค้าที่ต้องการติดตั้ง Solar Rooftop โดยมีบริษัท WeSolar (ในฐานะบริษัทลูกของ Modern Green Solar) ซึ่งมีความเชี่ยวชาญติดตั้งและจัดจำหน่ายระบบพลังงานแสงอาทิตย์ชั้นของไทย เข้ามาช่วยดูแลในเรื่องของขั้นตอนการก่อสร้าง (EPC) โดยปัจจุบัน WeSolar มีงานในมือ (Backlog) รองรับแล้วกว่า 1.5 MW ดังนั้นภายใต้สมมติฐานของฝ่ายวิจัยกำหนดให้บริษัท Modern Green Solar สามารถขายแผงโซลาร์ขนาด 1.5 MW ในปีนี้ (อิงตาม Backlog ของ WeSolar) ก่อนเพิ่มเป็น 5 MW ในปี 2559 และ 7 MW ปี 2560 ผ่านการขายไปยังกลุ่มลูกค้าโครงการบ้าน และ Dealer รถยนต์ เป็นต้น คาด SENA มีรายได้จากโครงการดังกล่าวเข้ามาในงบการเงินรวมประมาณ 81 ล้านบาท, 280 ล้านบาท และ 392 ล้านบาทในปี 2558-2560 ตามลำดับ ทั้งนี้โครงการดังกล่าวมีโอกาสสร้าง upside ส่วนเพิ่ม หลังภาครัฐประกาศรับซื้อไฟฟ้ารอบใหม่ในอนาคต ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในปีหน้า โดยบริษัท Modern Green Solar ตั้งเป้ามีส่วนแบ่งตลาดที่ 5% หรือ 50 MW ในอีก 5 ปีข้างหน้า ภายใต้เงื่อนไขที่คาดว่าภาครัฐจะเพิ่มปริมาณการรับซื้อไฟฟ้าในส่วนของ Solar Rooftop เป็น 1,000 MW ในอีก 5 ปี

#### สมมติฐานโครงการ Solar Rooftop

สมมติฐานโครงการ Solar Rooftop	2558F	2559F	2560F
กำลังการผลิต (MW)	1.5	5.0	7.0
รายได้ (ลบ.)	81	280	392
Gross Margin (%)	11%	11%	11%

ที่มา :ฝ่ายวิจัย ASPS

3. **ร่วมมือกับบริษัท B. GRIMM ดำเนินธุรกิจ Solar Farm (SENA Solar ถือ 51%) ขนาดกำลังการผลิต 46.5 MW** (รอกการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น) พร้อมใบอนุญาตซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ในอัตรารับซื้อไฟฟ้าแบบ Feed-in Tariff หน่วยละ 5.66 บาท เป็นระยะเวลา 25 ปี คาดจะเริ่มจำหน่ายไฟฟ้าตั้งแต่ต้นปี 2559 ทั้งนี้



โครงการดังกล่าวมีมูลค่าประมาณ 3,336 ล้านบาท แหล่งเงินทุนมาจากการกู้ยืม 75% และ อีก 25% มาจากเงินทุนของ SENA (สัดส่วน 51% หรือ 1.7 พันล้านบาท) และ B GRIMM ทั้งนี้ภายใต้สมมติฐานกำลังการผลิต 45.6 MW, ผลิตไฟได้ 5 ชม. ต่อวัน คาดสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับ SENA สัดส่วน 51% (ไม่มีอำนาจในการควบคุมบริหาร จึงไม่สามารถรวบรวมงบการเงินจากโครงการดังกล่าวได้) ประมาณ 46 ล้านบาทในปี 2559 และ 52 ล้านบาทในปี 2560

#### สมมติฐานโครงการ Solar Farm

สมมติฐานโครงการ Solar Farm	2559F	2560F	2561F
กำลังการผลิต (MW)	46.5	46.5	46.5
จำนวนชม. ผลิต ต่อวัน	5.0	5.0	5.0
อัตรา Feed-in Tarriff (บาทต่อหน่วย)	5.66	5.66	5.66
รายได้ขายไฟฟ้า (ลบ.)	441	441	441
กำไรขายไฟฟ้า (ลบ)	89	102	107
กำไรของ SENA (สัดส่วน 51%)	46	52	55

ที่มา :ฝ่ายวิจัย ASPS

#### ■ เตรียมต่อยอดสู่ธุรกิจอาคารฯ ให้เข้า สร้าง upside เพิ่มในอนาคต

นอกเหนือจากการสร้างรายได้ประจำผ่านธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์แล้ว ทาง SENA ยังมีแผนเพิ่มรายได้ไปยังธุรกิจอาคารสำนักงานให้เข้า โดยล่าสุดร่วมลงทุนกับ 2 พันธมิตรทางธุรกิจ คือ บริษัท ไออาร์แคปิตอล จำกัด (มหาชน) ผู้เชี่ยวชาญด้านการหาแหล่งเงินทุน และ บริษัท แสงฟ้าก่อสร้าง จำกัด ซึ่งเชี่ยวชาญด้านงานรับเหมาก่อสร้าง เพื่อจัดตั้งบริษัทร่วมทุน (SENA ถือสัดส่วน 20%) ในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งอาจมีทั้งอาคารสำนักงาน และโรงแรม แต่เบื้องต้นจะทำอาคารสำนักงานให้เข้าก่อน โดยปัจจุบันรอผลการประมูลพื้นที่ในเขตกรุงเทพฯ (รูปแบบสิทธิการเช่า) โถงโรงไฟฟ้า หากสำเร็จจะพัฒนาเป็นอาคารสำนักงานมูลค่า 3 พันล้านบาท แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ 70% และส่วนทุน 30% พร้อมเริ่มสร้างปี 2560 และใช้เวลาในการก่อสร้าง 2 ปี ซึ่งเป็นประเด็นต้องติดตาม และยังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ อย่างไรก็ตามบริษัทตั้งเป้าลงทุน 3 โครงการ ตลอดระยะเวลา 5 ปี มูลค่ากว่า 5 พันล้านบาท โดยมีแผนนำโครงการภายใต้บริหารเข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ในอนาคตด้วยเช่นกัน

ร่วมกับพันธมิตร 2 ราย เพื่อลงทุนสู่ธุรกิจอาคารสำนักงานให้เข้า สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกำไรในอนาคต

#### ■ ปี 2558 คาดกำไร 417 ล้านบาท และเพิ่มเป็น 574 ล้านบาทปี 2559

ปี 2558 ถือเป็นปีที่ท้าทายสำหรับธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จากภาวะเศรษฐกิจหดตัว กอปรกับสถานการณ์หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง และแนวโน้มอัตราการปฏิเสธการปล่อยสินเชื่อ (Rejection Rate) ที่มีท่าทีจะสูงขึ้น ขณะที่การต่อยอดไปยังธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ ยังไม่เห็นผลชัดเจนในปีนี้ ดังนั้นภาพรวมปี 2558 จึงประเมินรายได้จากการดำเนินงาน 2.7 พันล้านบาท โดยกว่า 2.4 พันล้านบาท มาจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อขยาย ในส่วนของธุรกิจเช่าและบริการรวมถึงสนามกอล์ฟคาดว่าจะทำได้ในปี 2558 ไร่ที่ 240 ล้านบาท ในขณะที่ธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์คาดว่าจะได้รับรายได้จากโครงการโซลาร์รูฟท็อปที่ SENA Warehouse และ Modern Green Solar อีก 84 ล้านบาท บนสมมติฐาน Gross Margin เฉลี่ย 40% และสัดส่วน SG&A/Sale ระดับ 20% คาดกำไรปกติปี 2558 ไร่ที่ 417 ล้านบาท ลดลง 4% yoy

คาดปี 2559 กำไรเติบโต xx% yoy จากแรงหนุนของธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์เข้ามาสร้างรายได้และกำไรเต็มปี

สำหรับปี 2559 คาดจะเป็นปีทองของ SENA จากความคาดหวังว่าเศรษฐกิจจะกลับมาฟื้นตัว ทำให้เห็นการเติบโตของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากขึ้นจากโครงการใหม่ที่เปิดตัว นอกจากนี้ยังได้แรงหนุนจากธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ที่จะเข้ามาสร้างรายได้เต็มปี ทั้ง Solar Rooftop อีกราว 5.75 MW (เป็น SENA

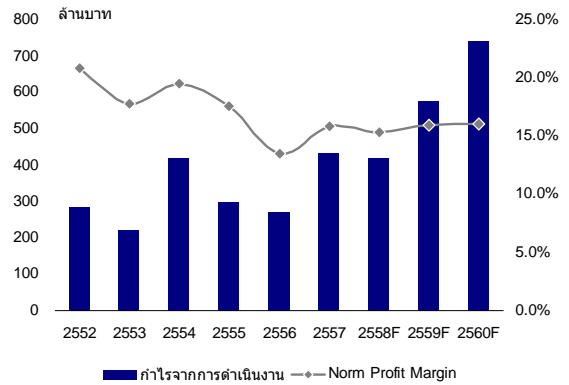
Warehouse 0.75 MW และ Modern Green Solar อีก 5 MW) และ Solar Farm ขนาดกำลังการผลิต 46.5 MW คาดจะสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับบริษัท (สัดส่วน 51%) เต็มปีจำนวน 46 ล้านบาท ซึ่งจะช่วยหนุนให้ปี 2559 กลับมาเติบโตสูง โดยประเมินรายได้ไว้ที่ 3.6 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 32% yoy และ กำไรสุทธิ 574 ล้านบาท เติบโต 38% yoy

## สมมติฐานในการทำประมาณการ

## แนวโน้มกำไร และ Norm Profit Margin

## สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
Presale ระหว่างงวด	2,312	3,500	3,850	4,235
การบันทึกรายได้จากการขาย	2,531	2,410	3,076	3,950
รายได้ค่าเช่าและบริการ	209	240	252	264
รายได้จาก Solar Rooftop	-	84	286	398
ส่วนแบ่งกำไรจาก Solar Farm	-	-	46	52
Gross Margin เฉลี่ย (%)	40.9%	39.6%	38.1%	37.7%
Norm Profit Margin (%)	15.9%	15.3%	15.9%	16.1%
SG&A/Sale (%)	20.6%	20.4%	19.4%	18.4%
Effective Tax Rate (%)	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%



ที่มา :SENA และ ฝ่ายวิจัย ASPS

ที่มา :SENA และ ฝ่ายวิจัย ASPS

## ▪ ราคาหุ้น upside 35% เทียบกับ FV ปี 2559 ที่ 4.80 บาท

เพื่อรองรับแผนลงทุนในธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ และอาคารสำนักงานให้เข้าดั่งข้างต้น ทำให้บริษัทประกาศเพิ่มทุนจดทะเบียนจำนวน 351.76 ล้านหุ้น (พาร์ 1 บาท) เป็น 1,234.51 ล้านหุ้น (รออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นปลายเดือน ก.ย. 2558) แบ่งเป็น

- เพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป (General Mandate) โดยออกหุ้นสามัญใหม่ 350.35 ล้านหุ้น ให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (RO) ไม่เกิน 262.76 ล้านหุ้น ในราคาเสนอขายที่มีส่วนลดไม่เกิน 50% ของราคาตลาด รวมถึงออกหุ้นสามัญให้แก่บุคคลในวงจำกัด (PP) ไม่เกิน 87.587 ล้านหุ้น กำหนดเสนอราคาขายไม่ต่ำกว่า 90% ของราคาตลาด
- หุ้นเพิ่มทุนใหม่ที่เหลือ 1.4 ล้านหุ้น เพื่อรองรับการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทให้แก่ผู้บริหารและพนักงานครั้งที่ 4 (SENA-WD) และใช้การปรับสิทธิสำหรับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญแก่ผู้บริหารและพนักงานครั้งที่ 1-3 (SENA-WA, SENA-WB และ SENA-WC)

หลังเพิ่มทุน RO ทำให้ EPS ปี 2559 อยู่ที่ 0.50 บาท อิงวิธี PER ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2559 ที่ 4.80 บาท มี upside 35%

ภายใต้การเพิ่มทุนข้างต้น ฝ่ายวิจัยรวมเฉพาะหุ้นเพิ่มใหม่ให้แก่ RO เข้ามาในประมาณการ โดยสมมติฐานผู้ถือหุ้นเดิมใช้สิทธิเพิ่มทุนเต็มทั้งจำนวนที่ 262.76 ล้านหุ้น และรวมหุ้นเพิ่มทุนใหม่เข้ามาประมาณเพียง 2 เดือนสำหรับปี 2558 คิดเป็นจำนวนทุนจดทะเบียนชำระรวมเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 920.6 ล้านหุ้น ก่อนเพิ่มเป็น 1,139 ล้านหุ้น ในปี 2559 ส่งผลให้ EPS ปี 2558 อยู่ที่ 0.45 บาท/หุ้น ลดลง 24%yoy แต่จะเพิ่มขึ้น 11.2% เป็น 0.50 บาท ต่อหุ้นในปี 2559

ในการประเมินมูลค่าหุ้นของ SEN A โดยอิง PER 8 เท่าสำหรับฐานกำไรธุรกิจสงฆ์ และ 25 เท่า ตามค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานทดแทน สำหรับกำไรธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ และหันมาใช้ Fair Value ปี 2559 ซึ่งสะท้อนภาพธุรกิจทั้ง 2 รูปแบบได้อย่างชัดเจน ภายใต้ EPS ปี 2558 ที่ 0.50 บาท (เป็นกำไรธุรกิจสงฆ์ 0.459 บาท และ พลังงานแสงอาทิตย์ที่ 0.045 บาท) จะได้มูลค่าเหมาะสมปี 2559 ที่ 4.80 บาท มี upside 35% จึงยังคงแนะนำซื้อ โดยคาดหวัง Div Yield เฉลี่ย 5% ต่อปี (อิง Div Payout Ratio 40%)

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ SENA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้ธุรกิจหลัก	2,739	2,734	3,614	4,279	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	1,620	1,650	2,233	2,664	กำไรสุทธิ	435	417	574	685
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,119</b>	<b>1,084</b>	<b>1,380</b>	<b>1,615</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	161	163	209	254
ค่าใช้จ่ายในการขาย	563	559	700	786	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	61	67	74	81
ดอกเบี้ยจ่าย	46	57	66	80	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	46	52	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	-	-	-	-
รายได้อื่น	35	55	102	110	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(774)	(449)	(577)	(663)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	546	523	671	807	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(117)</b>	<b>198</b>	<b>280</b>	<b>357</b>
ภาษีเงินได้	110	105	134	161	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(1)	(1)	(8)	(12)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	94	(180)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	5	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>435</b>	<b>417</b>	<b>574</b>	<b>685</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(129)	(645)	(581)	(668)
EPS	0.60	0.45	0.50	0.60	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	<b>(29)</b>	<b>(825)</b>	<b>(581)</b>	<b>(668)</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>435</b>	<b>417</b>	<b>574</b>	<b>685</b>	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
<b>Norm EPS</b>	<b>0.60</b>	<b>0.45</b>	<b>0.50</b>	<b>0.60</b>	เพิ่ม/ลด เงินกู้	401	711	562	627
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	812	218	-
การเติบโตของยอดขาย	36.9%	-0.2%	32.2%	18.4%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่น ๆ	(160)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	61.1%	-4.0%	37.7%	19.3%	ลด จ่ายปันผล	(79)	(193)	(218)	(252)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	40.9%	39.6%	38.2%	37.7%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>162</b>	<b>1,330</b>	<b>562</b>	<b>375</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	15.9%	15.3%	15.9%	16.0%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>15</b>	<b>703</b>	<b>261</b>	<b>65</b>
<b>งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)</b>					<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
	<b>2Q57</b>	<b>3Q57</b>	<b>4Q57</b>	<b>1Q58</b>	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2557</b>	<b>2558F</b>	<b>2559F</b>	<b>2560F</b>
รายได้ธุรกิจหลัก	638	689	1,047	502	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	388	1,090	1,352	1,416
ต้นทุนขาย	384	387	621	294	ลูกหนี้การค้า	210	150	198	234
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>255</b>	<b>302</b>	<b>426</b>	<b>208</b>	สินค้าคงคลัง	2,578	2,836	3,120	3,432
ค่าใช้จ่ายในการขาย	131	144	192	125	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	14	14	14	14
ดอกเบี้ยจ่าย	6	18	11	16	เงินลุนระยะยาว	61	61	61	61
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	3,226	3,871	4,451	5,119
รายได้อื่น	4	7	13	16	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>6,709</b>	<b>8,435</b>	<b>9,608</b>	<b>10,689</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	122	147	236	83	เจ้าหนี้การค้า	227	204	233	240
ภาษีเงินได้	22	27	55	8	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	3,280	3,535	3,819	4,217
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(0)	(1)	(0)	(0)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	215	215	215	215
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	157	614	891	1,120
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	<b>75</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>3,933</b>	<b>4,622</b>	<b>5,212</b>	<b>5,847</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	<b>75</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	766	921	1,139	1,139
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	219	876	876	876
					กำไรสะสม	1,711	1,935	2,292	2,725
ยอดขาย (QoQ)	74.7%	7.9%	51.9%	-52.1%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>2,763</b>	<b>3,799</b>	<b>4,374</b>	<b>4,807</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	39.9%	43.8%	40.7%	41.4%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>34</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	203%	19%	52%	-58%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>6,709</b>	<b>8,435</b>	<b>9,608</b>	<b>10,689</b>
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2557</b>	<b>2558F</b>	<b>2559F</b>	<b>2560F</b>	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2557</b>	<b>2558F</b>	<b>2559F</b>	<b>2560F</b>
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.91	1.13	1.18	1.17	Presale ระหว่างงวด	2,312	3,500	3,850	4,235
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	17	15	21	20	การบันทึกรายได้จากการขาย	2,531	2,410	3,076	3,617
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.67	0.61	0.75	0.81	รายได้ค่าเช่าและบริการ	209	240	252	264
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7.08	7.67	10.23	11.26	Gross Margin เฉลี่ย (%)	40.9%	39.6%	38.1%	37.6%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.42	1.22	1.19	1.22	Norm Profit Margin (%)	15.9%	15.3%	15.9%	16.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.0%	5.5%	6.4%	6.8%	SG&A/Sale (%)	20.6%	20.4%	19.4%	18.4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.8%	12.7%	14.1%	14.9%	Effective Tax Rate (%)	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS