

## เสนาดีเวลลอปเม้นท์

### รุกเปิดโครงการใหม่มากขึ้น

ปี 2558 เตรียมเปิด 11 โครงการใหม่ มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาท มากสุดเป็นประวัติการณ์ รองรับเป้า Presale 4.5 พันล้านบาท ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มกำไรปี 2558 ขึ้นจากเดิม 7% ได้ FV ใหม่ หลัง XD เพิ่มเป็น 4.20 บาท ยังแนะนำซื้อ

#### ปี 2558 เปิดโครงการใหม่มากสุดเป็นประวัติการณ์

ปี 2558 บริษัทตั้งเป้า Presale เติบโตเชิงรุก 4.5 พันล้านบาท เพิ่มเท่าตัวจากปีก่อนที่ 2.2 พันล้านบาท ปัจจัยสนับสนุนจากแผนการเปิดโครงการใหม่มากสุดนับตั้งแต่จัดตั้งบริษัทฯ รวม 11 โครงการ มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นโครงการแนวราบ 6 โครงการ และ คอนโดฯ 5 โครงการ โดยมีแผนขยายพอร์ตลูกค้าไปสู่กลุ่มระดับบนที่มีรายได้ 1 แสนบาท/เดือน (กลุ่มลูกค้า B+) มากขึ้น เพื่อเป็นการกระจายฐานรายได้ และลดความเสี่ยงจากภาวะหนี้ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น ปัจจุบันบริษัทมีอัตราการยกเลิกสัญญาจากลูกค้า (ทั้งลูกค้ายกเลิกเองและถูกปฏิเสธสินเชื่อ) เกือบ 20% รวมถึงขยายโครงการพัฒนาโครงการไปยังกรุงเทพฯฝั่งตะวันตกมากขึ้น จากเดิมที่เน้นฝั่งเหนือและตะวันตก สำหรับแผนลงทุนตั้งงบซื้อที่ดินไว้ 1 พันล้านบาท จากกระแสเงินสดภายใน, เงินกู้ยืม รวมถึงออกหุ้นกู้ซึ่งล่าสุดเดือนก.พ. ได้ออกหุ้นกู้ 1.2 พันล้านบาท เป็นเวลา 2 ปี อัตรา 4.75%

#### ปรับเพิ่มกำไรปี 2558 ขึ้นจากเดิม 7%

ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการปี 2558 สะท้อน Presale ที่ประเมินต่ำเกินไป และ ดอกเบี้ยจ่ายสูงเกินไป ส่งผลให้กำไรปี 2558 เพิ่มขึ้นจากเดิม 7% เป็น 459 ล้านบาท คิดเป็นการเติบโต 7% yoy สนับสนุนด้วยยอดบันทึกรายได้ขายอสังหาริมทรัพย์ 2.76 ล้านบาท เติบโต 9% yoy (ใกล้เคียงกับเป้าหมายบริษัท 2.8 พันล้านบาท) โดยมียอด Backlog สิ้นปี 2557 รวม 1.47 พันล้านบาท และกำหนดโอนฯ ในปีนี้ 556 ล้านบาท รวมถึงยังมีสินค้ารอการขายมูลค่าเกือบ 4 พันล้านบาท โดยเป็นสินค้าสร้างเสร็จพร้อมรับรายได้ไม่ต่ำกว่า 1.5 พันล้านบาท ภายใต้สมมติฐาน Gross Margin 40% และสัดส่วน SG&A/Sales ระดับ 20% คาด Norm Profit Margin ปี 2558 อยู่ที่ 15%

#### ซื้อ...FV ใหม่ หลัง XD เพิ่มเป็น 4.20 บาท

กำหนด Fair Value อิง PER 8 เท่า ได้มูลค่าพื้นฐานใหม่ปี 2558 ก่อน XD เพิ่มเป็น 4.80 บาท (เดิม 4.50 บาท) และ หลัง XD เท่ากับ 4.20 บาท (เดิม 3.94 บาท) จึงยังแนะนำซื้อ ทั้งนี้บริษัทจ่ายหุ้นปันผลสำหรับงวด 2H57 ในอัตราส่วน 7:1 คิดเป็นมูลค่าเงินปันผลหุ้นละ 0.1428 บาท พร้อมเงินสดปันผลอีก 0.0158 บาท/หุ้น กำหนดวัน XD 29 เม.ย.58 และจ่ายเงินปันผลวันที่ 22 พ.ค. 2558

#### Key Data

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย (ลบ)	2,001	2,739	2,979	3,485	3,979
กำไรสุทธิ (ลบ)	270	435	459	536	608
Norm Profit (ลบ)	270	435	459	536	608
Norm EPS (บาท)	0.38	0.60	0.52	0.61	0.69
PER (เท่า)	10.4	6.5	7.5	6.4	5.7
DPS (บาท)	0.15	0.24	0.21	0.27	0.31
Dividend Yield (%)	3.9	6.1	5.4	7.0	7.9
BV (บาท)	3.4	3.6	3.6	3.9	4.3
PBV (เท่า)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## SENA

### แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 3.92

ราคาเป้าหมายก่อน XD (บาท): 4.80

ราคาเป้าหมายหลัง XD (บาท): 4.20

Upside : 22.4%

Dividend Yield : 5.4%

Total Return : 27.8%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 3,003

CG Score: NR.

#### Technical Chart



เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

นवलพรรณ น้อยรัชชุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

Nuanpun.re@asiaplus.co.th

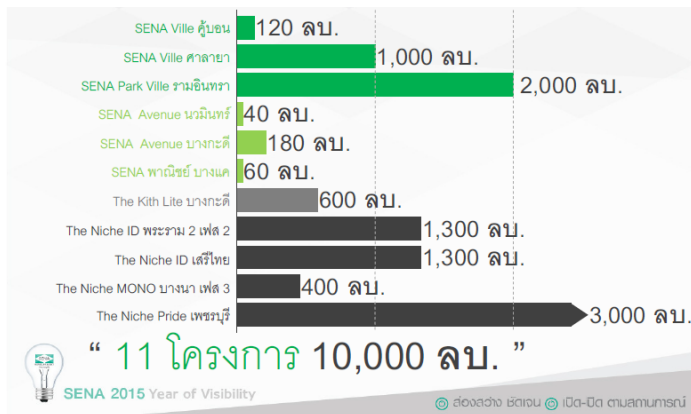
## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	% QoQ	% YoY	2557	2556	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	353	406	480	763	365	638	689	1,047	51.9%	37.2%	2,739	2,001	36.9%
ต้นทุนขาย	191	241	273	468	229	384	387	621	60.4%	32.6%	1,620	1,173	38.1%
กำไรขั้นต้น	162	165	206	295	136	255	302	426	41.1%	44.6%	1,119	828	35.2%
SG&A	102	118	137	150	96	131	144	192	33.6%	28.4%	563	507	11.1%
EBITDA	89	75	99	182	63	146	181	262	45.0%	43.9%	652	446	46.3%
กำไรสุทธิ	49	36	60	125	33	100	120	181	51.8%	45.1%	435	270	61.1%
Norm Profit	49	36	60	125	33	100	120	181	51.8%	45.1%	435	270	61.1%
Norm EPS	0.07	0.05	0.08	0.17	0.05	0.14	0.17	0.24	46.1%	39.8%	0.60	0.38	58.6%
Gross Margin (%)	45.9%	40.6%	43.0%	38.6%	37.3%	39.9%	43.8%	40.7%			40.9%	41.4%	
Norm Profit Margin (%)	13.3%	8.5%	12.0%	15.9%	8.8%	15.6%	17.2%	17.1%			15.7%	13.0%	

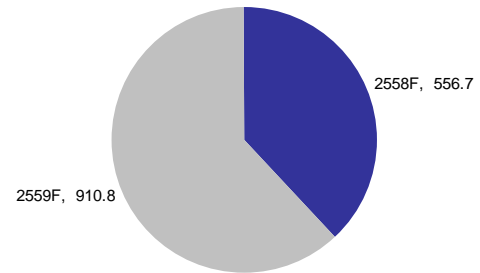
ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP

## แผนการเปิดโครงการปี 2558

ยอด Backlog 1.47 พันล้านบาท ที่มีกำหนดโอนฯแยกรายปี



ที่มา : SENA



ที่มา : SENA

## สมมติฐานในการปรับประมาณการ

## ปัจจัยเสี่ยง

ประมาณการ	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	58F	59F	58F	59F	58F	59F
Norm Profit (ลบ.)	459	536	431	481	6.6%	11.6%
Norm EPS (บาท)	0.52	0.61	0.49	0.55	6.6%	11.1%
Fair Value PER (X)	8	8	8	8		
Fair Value (บาท)	4.20		3.94			
สมมติฐาน						
รายได้ (ลบ.)	2,979	3,485	2,869	3,220	3.8%	8.2%
ดอกเบี้ยจ่าย (ลบ.)	57	66	80	95	-28.9%	-30.1%
Gross Margin	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	0.0%	0.0%
SG&A/Sale	20.4%	20.4%	20.4%	20.4%	0.0%	0.2%
Effective Tax Rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	0.0%	0.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

1. กลุ่มลูกค้าหลักของ SENA อยู่ในระดับกลาง-ล่าง ซึ่งส่วนใหญ่ต้องพึ่งพาสินเชื่อที่อยู่อาศัยจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งถูกกดดันจากปัญหาหนี้สินครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น อาจนำไปสู่ Rejection Rate ที่เพิ่มขึ้น

2. ยอด Backlog ที่มีกำหนดโอนฯในปี 2558 ยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับเป้าหมาย ส่งผลให้บริษัทจะต้องเร่งการขายสต็อกคอนโดฯ หรือโครงการแนวราบให้เพียงพอ

ที่มา : SENA

## 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	2,979	3,485	3,979	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	1,620	1,776	2,080	2,376	กำไรสุทธิ	435	459	536	608
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,119</b>	<b>1,202</b>	<b>1,405</b>	<b>1,603</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	161	174	202	234
ค่าใช้จ่ายในการขาย	563	608	712	812	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	61	67	74	81
ดอกเบี้ยจ่าย	46	57	66	80	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	-	-	-	-	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.รวม	-	-	-	-
รายได้อื่น	35	39	45	52	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(774)	(458)	(589)	(655)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	546	576	672	762	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(117)</b>	<b>242</b>	<b>224</b>	<b>269</b>
ภาษีเงินได้	110	115	134	152	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(1)	(1)	(1)	(1)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	94	(180)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	5	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>435</b>	<b>459</b>	<b>536</b>	<b>608</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(129)	(645)	(581)	(668)
EPS	0.60	0.52	0.61	0.69	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	<b>(29)</b>	<b>(825)</b>	<b>(581)</b>	<b>(668)</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>435</b>	<b>459</b>	<b>536</b>	<b>608</b>	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
<b>Norm EPS</b>	<b>0.60</b>	<b>0.52</b>	<b>0.61</b>	<b>0.69</b>	เพิ่ม/ลด เงินกู้	401	711	562	627
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	109	4	4
การเติบโตของยอดขาย	36.9%	8.7%	17.0%	14.2%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่น ๆ	(160)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	61.1%	5.7%	16.8%	13.4%	ลด จ่ายปันผล	(79)	(196)	(213)	(258)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	40.9%	40.4%	40.3%	40.3%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	<b>162</b>	<b>625</b>	<b>353</b>	<b>373</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	15.9%	15.4%	15.4%	15.3%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	<b>15</b>	<b>42</b>	<b>(4)</b>	<b>(26)</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้ธุรกิจหลัก	365	638	689	1,047	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	388	429	425	399
ต้นทุนขาย	229	384	387	621	ลูกหนี้การค้า	210	163	191	217
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>136</b>	<b>255</b>	<b>302</b>	<b>426</b>	สินค้าคงคลัง	2,578	2,836	3,120	3,432
ค่าใช้จ่ายในการขาย	96	131	144	192	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	14	14	14	14
ดอกเบี้ยจ่าย	11	6	18	11	เงินลงทุนระยะยาว	61	61	61	61
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	-	-	-	-	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	3,226	3,871	4,451	5,119
รายได้อื่น	10	4	7	13	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>6,709</b>	<b>7,787</b>	<b>8,675</b>	<b>9,656</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	39	122	147	236	เจ้าหนี้การค้า	227	219	217	214
ภาษีเงินได้	6	22	27	55	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	3,280	3,535	3,819	4,217
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(1)	(0)	(1)	(0)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	215	215	215	215
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	157	614	891	1,120
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>33</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>3,933</b>	<b>4,637</b>	<b>5,197</b>	<b>5,821</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>33</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	766	875	879	883
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	219	219	219	219
					กำไรสะสม	1,711	1,975	2,298	2,648
ยอดขาย (QoQ)	-52.1%	74.7%	7.9%	51.9%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>2,763</b>	<b>3,136</b>	<b>3,463</b>	<b>3,817</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	37.3%	39.9%	43.8%	40.7%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-73.5%	203%	19%	52%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>6,709</b>	<b>7,787</b>	<b>8,675</b>	<b>9,656</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.91	0.96	0.97	0.95	Presale ระหว่างงวด	2,312	4,500	4,725	4,725
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	17	16	20	19	การบันทึกรายได้จากการขาย	2,531	2,764	3,266	3,755
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงคลัง (เท่า)	0.67	0.66	0.70	0.73	รายได้ค่าเช่าและบริการ	209	215	219	224
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7.08	7.97	9.54	11.02	Gross Margin เฉลี่ย (%)	40.9%	40.4%	40.3%	40.3%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.42	1.48	1.50	1.52	Norm Profit Margin (%)	15.9%	15.4%	15.4%	15.3%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.0%	6.3%	6.5%	6.6%	SG&A/Sale (%)	20.6%	20.4%	20.4%	20.4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.8%	15.6%	16.3%	16.7%	Effective Tax Rate (%)	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%