

บมจ. ซิโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น (STEC)

คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโตแข็งแกร่งในปี 60

แม้คาดว่าผลประกอบการของ STEC ในช่วง 1H59 จะยังอ่อนแอ แต่เรามองข้ามไปถึงผลประกอบการที่คาดการณ์ไว้ในช่วง 2H59 และเติบโตขึ้นแข็งแกร่งในปี 60 เนื่องจากโครงการ mega projects หลายๆ โครงการจะเริ่มสร้างรายได้และผลกำไรให้กับ STEC ราคาหุ้นที่อาจจะปรับตัวลดลงในช่วงนี้เป็นโอกาสที่ดีสำหรับนักลงทุนที่จะเก็บสะสมหุ้น STEC ที่เป็นผู้รับเหมาเพียงรายเดียวที่มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและราคาหุ้นมี upside สูงถึง 19% คงค่านะหน่า ชื่อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 26.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **ไม่จำเป็นต้องตั้งสำรองการขาดทุนเพิ่มขึ้นสำหรับโครงการก่อสร้างอาคารรัฐสภาแห่งใหม่** สาเหตุที่ทำให้การก่อสร้างอาคารรัฐสภาแห่งใหม่ต้องล่าช้าออกไปเนื่องจากการส่งมอบที่ดินสำหรับก่อสร้างที่ล่าช้ารวมทั้งการย้ายดินออกจากสถานที่ก่อสร้างของส่วนราชการที่มีความล่าช้า ดังนั้นทาง STEC จึงไม่ต้องเป็นผู้รับผิดชอบค่าความเสียหายที่เกิดขึ้น ขณะที่เจ้าของโครงการซึ่งได้แก่รัฐสภาได้ขยายระยะเวลาการก่อสร้างออกไปอีก 387 วันโดยคาดว่าจะก่อสร้างแล้วเสร็จในเดือน ธ.ค.59 อย่างไรก็ดี STEC จะมีส่วนได้กำไรเพิ่มขึ้นจากการเลื่อนการก่อสร้างออกไปและทำให้ต้องตั้งสำรองถึง 500 ล้านบาทในไตรมาส 2/58 นอกจากนี้ จากการที่โครงการเพิ่งก่อสร้างไปได้ที่เพียงแค่ 18% จึงมีความเป็นไปได้สูงที่โครงการจะก่อสร้างแล้วเสร็จในช่วงกลางปี 60 ล่าช้าจากกำหนดเดิมคือในเดือน ธ.ค. 59 อย่างไรก็ดี แม้จะมีการเลื่อน deadline ของโครงการออกไปอีกแต่ STEC คาดว่าบริษัท จะไม่ต้องตั้งสำรองเพิ่มเติมเนื่องจากจะมีงานเพิ่มในโครงการรัฐสภาแห่งใหม่ที่มี margin สูง เช่น การติดตั้งระบบเสียง ระบบคอมพิวเตอร์ ที่จอดรถ ฯลฯ บริษัท คาดว่ากำไรที่เกิดขึ้นจากงานดังกล่าวจะมากพอที่จะชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการเลื่อนการก่อสร้างอาคารรัฐสภาออกไป
- **ยอด orderbook แข็งแกร่ง** หลังเซ็นสัญญางาน offsite สำหรับการก่อสร้างโรงไฟฟ้าหลายแห่งมูลค่ารวม 1,500 ล้านบาทกับบริษัทพลังงานเอกชนได้แก่ Gulf MP ในปีนี้ส่งผลให้ยอด orderbook ของ STEC เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 51,200 ล้านบาทในช่วง 2-3 สัปดาห์แรกของเดือน มี.ค.59 ซึ่งถือเป็นยอด orderbook ที่แข็งแกร่งเนื่องจากคิดเป็น 2.7 ปีของ annual turnover หรือ market cap to orderbook ที่ 0.6 เท่า จากการที่เราคาดว่าจะมีการประมูลงานใหญ่ๆ ของภาครัฐอีกหลายโครงการโดยมีมูลค่าโดยรวมประมาณ 500,000 ล้านบาทในปีนี้ ซึ่งก็ได้แก่โครงการก่อสร้างรถไฟฟ้ารางคู่ รถไฟฟ้า มอเตอร์เวย์และส่วนต่อขยายที่สนามบินสุวรรณภูมิ เราจึงคาดว่ายอด orderbook ของ STEC จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องและอาจจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในช่วงปลายปี 59
- **ยังเป็นผู้รับเหมารายเดียวที่มีเงินสดในมือ** จำนวนเงินสดของ STEC ลดลงจาก 5,566 ล้านบาทในปี 57 มาอยู่ที่ 2,065 ล้านบาทในปี 58 เนื่องจากบริษัทฯ ใช้เงินในการซื้อที่ดินทำเลที่ดี เช่น ที่เขาใหญ่จำนวน 40-50 ไร่ ขณะที่ที่ดินทำเลสวยๆ ที่อื่นที่ทาง STEC เป็นเจ้าของได้แก่ที่ดินติดริมแม่น้ำแถวถนนพระราม 3 และที่ดินติดทะเลที่หัวหิน ซึ่งถือว่าเป็นการลงทุนของ STEC เนื่องจาก STEC ไม่มีแผนที่จะขยายกิจการเข้าสู่การพัฒนาที่ดินในระยะเวลานี้ถึงกระนั้นก็ตาม STEC ก็ยังคงเป็นผู้รับเหมาเพียงรายเดียวที่มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและยังมีเงินสดอยู่ในมืออีกด้วย

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	21,652	18,330	20,600	23,260	26,367
EBITDA	2,053	1,774	1,800	2,103	2,463
Operating profit	1,634	1,283	1,294	1,581	1,924
Net profit (rep./act.)	1,521	1,527	1,130	1,364	1,613
Net profit (adj.)	1,521	1,141	1,130	1,364	1,613
EPS (Bt)	1.0	0.7	0.7	0.9	1.1
PE (x)	21.9	29.1	29.4	24.4	20.6
P/B (x)	4.0	3.6	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA (x)	15.2	17.6	17.3	14.8	12.7
Dividend yield (%)	1.8	1.5	1.5	2.1	2.4
Net margin (%)	7.0	8.3	5.5	5.9	6.1
Net debt/(cash) to equity (%)	(64.4)	(20.5)	(23.7)	(29.3)	(33.0)
Interest cover (x)	114.1	136.5	100.8	117.8	137.9
ROE (%)	19.1	17.3	12.6	14.5	16.3
Consensus net profit	-	-	1,275	1,501	1,745
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.89	0.91	0.92

Source: Sino-Thai Engineering & Construction, Bloomberg, UOB Kay Hian

ราคาหุ้นที่แสดงในกราฟนี้คือราคาซื้อขาย P/E, EV/EBITDA และ Yield ของหุ้นที่คิดแต่ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือการรับประกันใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบ เคีย เอ็ม (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	21.80 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	26.00 บาท
Upside	+19.3%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	29.00 บาท)

รายละเอียดบริษัท

1 ในบริษัทด้านวิศวกรรมและดำเนินการรับเหมารับเหมาชั้นนำในประเทศไทย ด้วยประสบการณ์ในการทำงานทั้งของภาครัฐและเอกชนกว่า 50 ปี ข้อได้เปรียบทางการแข่งขันของ STEC คือประสบการณ์ที่กว้างขวางในการก่อสร้างโรงไฟฟ้าและปิโตรเคมี

Stock Data

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	STEC TB
Shares issued (m):	1,525.1
Market cap (Btm):	33,247.3
Market cap (US\$m):	945.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	4.9

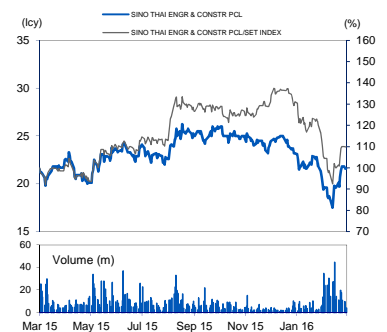
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt26.25/Bt17.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
1.8	7.2	14.5	6.4	12.8

Major Shareholders

Charnvirakul family	21.7
NVDR	10.7
UBS AG Singapore	5.1
FY16 NAV/Share (Bt)	6.33
FY16 Net Cash/Share (Bt)	1.50

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคค

- **กำไรสุทธิยังอ่อนแอในไตรมาส 1/59** แม้เราคาดว่ายอด orderbook ของ STEC จะทำสถิติสูงสุดใหม่ในปีนี้แต่โครงการ mega project ในยอด orderbook นั้นจะช่วยเพิ่มยอดขายและกำไรสุทธิของบริษัท ตั้งแต่ช่วง 2H59 และเติบโตขึ้นแข็งแกร่งในปี 60 เนื่องจากการเริ่มงาน mega project ต้องใช้เวลามาก ตั้งแต่การประมูลโครงการจนถึงการเซ็นสัญญาก่อนที่ผู้รับเหมาจะสามารถเริ่มทำงานได้จริง ดังนั้น เราจึงคาดว่าผลประกอบการของ STEC จะยังอ่อนแอในช่วง 1H59 เราคาดว่ายอดขายในไตรมาส 1/59 จะเพิ่มขึ้น 14% yoy อยู่ที่ 4,820 ล้านบาทเนื่องจากยอด orderbook ของ STEC ยังอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า gross margin ของ STEC ในไตรมาส 1/59 จะลดลงอยู่ที่ 8% จาก 12% ในไตรมาส 1/58 จากงานเดิมที่มี margin ต่ำ ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 จะอยู่ที่ 243 ล้านบาท ลดลง 24% yoy
- **ค่างกำไรหลักคงที่ในปีนี้อยู่ที่เพิ่มขึ้น 21% ในปี 60** แม้คาดผลประกอบการในช่วง 1H59 จะอ่อนแอแต่ฐานที่ต่ำเมื่อปีที่แล้วจะช่วยหนุนให้ยอดขายในปี 59 และ 60 เพิ่มขึ้น 12% yoy และ 13% yoy อยู่ที่ 20,600 ล้านบาทและ 23,260 ล้านบาทตามลำดับ จากการมีการรับรู้รายได้จากโครงการ mega project เพียงแค่ครึ่งปี เราจึงคาดว่า gross margin ของ STEC จะหดตัวลงอยู่ที่ 8.5% ในปี 59 ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 8.8% ในปี 60 ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรหลักของ STEC จะลดลง 1% yoy อยู่ที่ 1,130 ล้านบาทในปี 59 ก่อนเพิ่มขึ้น 21% yoy อยู่ที่ 1,364 ล้านบาทในปี 60

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับประมาณการรายได้และกำไรสุทธิ** จากกำไรหลักในปี 58 ที่ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ลง อย่างไรก็ตาม จากยอด orderbook ที่เพิ่มขึ้นทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการยอดขายในปี 59 และ 60 ขึ้น

คำแนะนำ

- **ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 26.00 บาทอิงด้วย EV/EBITDA ที่ 18.8 เท่า** เราเปลี่ยนวิธีคำนวณมูลค่าของบริษัทที่ให้บริการการก่อสร้างจาก P/B เป็น EV/EBITDA เพื่อให้เหมาะสมกับความสามารถของ STEC ในการสร้างกระแสเงินสด เราใช้ 2016F EV/EBITDA ที่ 18.8 เท่าซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของ EV/EBITDA ในรอบ 5 ปีที่ +1SD และได้ราคาเป้าหมายของ STEC ที่ 26.00 บาท เราเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ +1SD มากกว่าค่าเฉลี่ยเมื่อมีข่าวดีข้างหนารออยู่
- **คงคำแนะนำซื้อ** จากการที่เราคาดว่าจะมีการประมูลโครงการ mega project มากขึ้นรวมทั้งคาดว่าจะยอดขายและกำไรสุทธิจะขยายตัวขึ้นตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไป เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การประมูลโครงการ mega project ใหม่และประกาศผู้ชนะในการประมูล

1Q16F RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	1Q16F	1Q15	yoy % chg	4Q15	qoq % chg
Sales	4,820	4,220	14.2	4,428	8.9
Gross Profit	405	485	(16.5)	319	27.0
EBITDA	385	472	(18.4)	413	(6.8)
Pre-tax Profit	304	399	(23.8)	287	5.9
Tax	(61)	(80)	(24.0)	(57)	6.7
Net Profit	243	320	(24.0)	611	(60.2)
Net Profit (Ex EI)	243	320	(24.0)	225	8.1
EPS (Bt)	0.16	0.21	(24.1)	0.40	(60.4)
Gross margin (%)	8.4%	11.5%		7.2%	
EBITDA margin (%)	8.0%	11.2%		9.3%	
Net margin (%)	5.0%	7.6%		13.8%	

Source: UOB Kay Hian

ACTION PLAN (2015-2022)

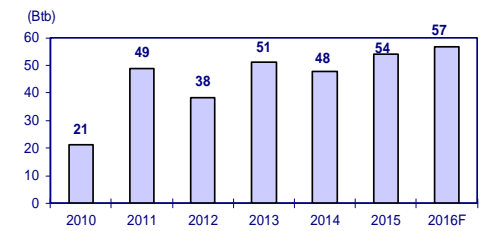
Projects	Value (Btb)
1 Dual Track	115.4
2 Motorway	160.4
3 Mass Transit	396.6
4 Airport	1,065.8
5 Others	55.5
Total	1,793.7

Source: UOB Kay Hian

BIDDING PROJECTS IN 2016

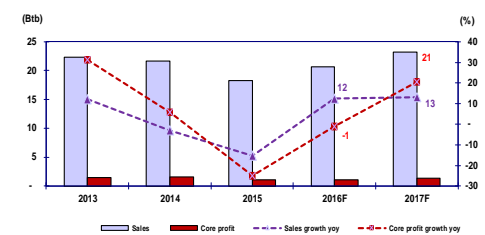
Projects	Value (Btb)
1 Dual Track	92.0
2 Motorway	160.4
3 Mass Transit	221.5
4 Airport	51.6
5 Others	3.9
Total	529.4

ORDERBOOK



Source: STEC, UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: STEC, UOB Kay Hian

EARNINGS FORECASTS

	2016F			2017F		
(Btm)	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	19,690	20,600	5%	21,683	23,260	7%
Net profits	1,303	1,130	-13%	1,499	1,364	-9%

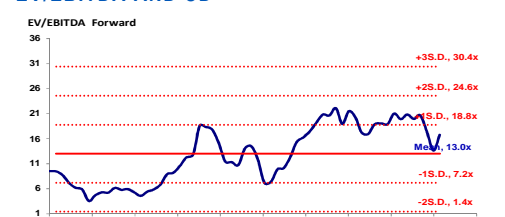
Source: UOB Kay Hian

TOTAL CONTRACTS AS OF MAR 15

Newly-signed	Total Value (Btm)
Offsite work for power plant Green Line	953
EPC works of Gulf MP	2,077
Total	3,030
Active major projects	
12 Small Power Plant	12,530
Blue Line, MRTA	12,463
Parliament Bldg.	11,477
Double track railway, chacheangsao	9,183
Outer Ring Road Expressway	5,980
Phuket Intl Airport Expansion	4,810
Kanom Power Plant, KEGCO	4,381
Dark Green Line	3,410
LNG Erection Steel Module, STPI	3,920
Offsite work for power plant	3,288
CP Leadership Development Centre	2,483
Supreme court	2,360
Nongbon Drainage Tunnel, BMA	4,603
Head Office, CAT	2,279
Blu Port Resort Mall	1,550
Bureau of the Budget bldg..	1,511
Total	86,228
To-be-signed contracts	
Sub Total	89,258

Source: STEC, UOB Kay Hian

EV/EBITDA AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบ เคีย ฮัน จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิควรใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน