

## บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชัน (STEC)

### ต้อนรับผลประกอบการที่จะมีการโตขึ้นอย่างมากในปีหน้า

จากการที่มีโครงการ mega project ทอยออกมาเรื่อยๆ ซึ่งจะส่งผลดีต่อยอดขายและกำไรสุทธิของ STEC ในปีหน้า เราจึงคาดว่านักลงทุนน่าจะมองข้ามผลประกอบการของ STEC ที่คงที่ในปีไป แล้ว นอกจากนั้น จากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและข่าวการประมูลโครงการ mega project ที่ทยอยออกมาอย่างต่อเนื่อง เรามองว่าหุ้น STEC จะมี downside ที่ค่อนข้างน้อย คงค้ำแนวหน้า ชื่อ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 30.00 บาท เนื่องจากเรา roll over valuation ออกไปเป็นปี 60

#### เหตุการณ์ใหม่

- **คาดว่าจะมีโครงการ mega project มูลค่า 600,000 ล้านบาท ทอยออกมา จนถึงช่วงสิ้นปี 59** ตั้งแต่ไตรมาส 4/58 เป็นต้นมา มีการทอยประกาศโครงการ mega project หลายโครงการจากรัฐบาลชุดปัจจุบันซึ่งประกอบไปด้วยโครงการก่อสร้างรถไฟรางคู่, มอเตอร์เวย์และรถไฟฟ้า นอกจากนี้ โครงการก่อสร้างรถไฟความเร็วสูงก็ยังคงมีความคืบหน้าไปมากซึ่งเป็นการส่งสัญญาณว่า action plan มูลค่า 1.7 ล้านล้านบาทสำหรับการพัฒนาโครงการ mega project ของรัฐบาลสำหรับปี 58-65 ได้มีการเริ่มต้นอย่างจริงจัง ซึ่งจะส่งผลบวกกับผู้รับเหมาทุกรายรวมทั้ง STEC ต่อไปในอีกหลายช่วงหน้า เราคาดว่า STEC จะได้ประโยชน์มากที่สุดหนุนจากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและเงินสดในมือที่มีมากกว่า 3,000 ล้านบาท ทั้งนี้ ตั้งแต่ไตรมาส 4/58 ถึงช่วงต้นเดือน ส.ค.59 รัฐบาลได้อนุมัติโครงการ mega project มูลค่ารวม 412,300 ล้านบาทซึ่งแบ่งเป็นโครงการที่ประมูลเสร็จสิ้นแล้วที่ 68,200 ล้านบาทและโครงการที่กำลังอยู่ระหว่างการประมูลที่ 344,100 ล้านบาท สำหรับช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ เราคาดว่าจะมีโครงการ mega project อีกหลายโครงการมูลค่ารวม 213,900 ล้านบาท จะทยอยเปิดประมูลซึ่งจะทำให้มูลค่ารวมของโครงการ mega project ใหม่อยู่ที่ 626,200 ล้านบาท (จากไตรมาส 4/58 ถึงช่วงสิ้นปี 59)
- **ยอด orderbook แข็งแกร่ง** ยอด orderbook ของ STEC ณ เดือน พ.ค.59 อยู่ที่ 52,900 ล้านบาท ซึ่งมาจากการหักลบยอดขายที่ 4,500 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 ออกจาก 54,100 ล้านบาทซึ่งเป็นโครงการเดิมและบวกอีก 3,300 ล้านบาทจากการเซ็นสัญญาใหม่ในปี 59 จากการที่เราคาดว่าบริษัทฯ จะบันทึกรายได้ที่ 4,700 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 ดังนั้น ยอด orderbook ของ STEC ณ เดือน ก.ค.59 น่าจะอยู่ที่ 48,200 ล้านบาทซึ่งเป็นยอดที่ยังแข็งแกร่ง เนื่องจากคิดเป็น 2.6 ปีของ turnover หรือ market cap to orderbook ที่ 0.8 เท่า นอกจากนี้ เราคาดว่ายอด orderbook ของ STEC จะขยายตัวขึ้นอีกเนื่องจากยังมีโครงการอีกหลายโครงการมูลค่า 558,000 ล้านบาทที่จะเปิดประมูลในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ อีกทั้ง STEC ยังได้เข้าร่วมการประมูลโครงการของภาคเอกชนอีกด้วย ดังนั้น เราคาดว่ายอด orderbook ของ STEC จะทำสถิติสูงสุดใหม่โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 5% และ 3% อยู่ที่ 57,000 ล้านบาทและ 58,000 ล้านบาทในปี 59 และ 60 ตามลำดับ
- **Margins ยิ่งถูกกดดัน** ปัจจุบันของ STEC orderbook มาจากโครงการก่อสร้างอาคารรัฐสภาแห่งใหม่ มูลค่า 12,000 ล้านบาท ที่ประสบผลขาดทุนจากการเลื่อนกำหนดการก่อสร้าง แม้มีการตั้งสำรองเต็มจำนวนแล้วแต่โครงการรัฐสภามี gross margin เป็นศูนย์ นอกจากนี้ เนื่องจากเราคาดว่าโครงการก่อสร้างแล้วเสร็จในปี 60 เราจึงคาดว่า gross margins ในปี 59 และ 60 จะยิ่งถูกกดดันจากโครงการก่อสร้างรัฐสภา

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	21,652	18,330	18,882	21,956	25,582
EBITDA	2,053	1,774	1,784	2,086	2,451
Operating profit	1,634	1,283	1,242	1,527	1,874
Net profit (rep./fact.)	1,521	1,527	1,130	1,364	1,622
Net profit (adj.)	1,521	1,141	1,130	1,364	1,622
EPS (Bt)	1.0	0.7	0.7	0.9	1.1
PE (x)	25.8	34.4	34.7	28.8	24.2
P/B (x)	4.7	4.2	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA (x)	17.9	20.8	20.6	17.6	15.0
Dividend yield (%)	1.6	1.3	1.3	1.7	2.1
Net margin (%)	7.0	8.3	6.0	6.2	6.3
Net debt/(cash) to equity (%)	(64.4)	(20.5)	(27.6)	(33.9)	(38.5)
Interest cover (x)	114.1	136.5	234.1	273.7	321.6
ROE (%)	19.1	17.3	11.9	13.5	14.8
Consensus net profit	-	-	1,190	1,437	1,745
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.95	0.95	0.93

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	25.75 บาท
ราคาเป้าหมายปี'60	30.00 บาท
Upside	+16.5%
(ราคาเป้าหมายเดิม	26.00 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):	39,271.5
Market cap (US\$m):	1,127.9
3-mth avg daily t'over (US\$m):	5.8

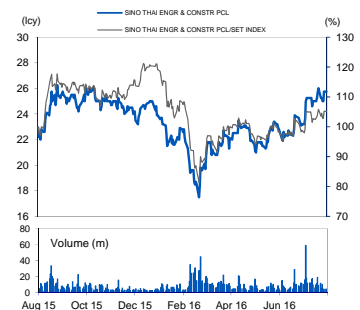
#### Price Performance (%)

52-week high/low	Bi26.25/Bi17.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
9.6	17.6	12.4	12.0	3.0

#### Major Shareholders

Charnvirakul family	23.4
NVDR	11.3
UBS AG Singapore	5.0
FY16 NAV/Share (Bt)	6.33
FY16 Net Cash/Share (Bt)	1.75

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowit.p@uobkayhian.co.th

### ผลกระทบในอนาคค

- **ผลบวกของ mega project จะเข้าปีหน้า** แม้จะมีการอนุมัติการก่อสร้างโครงการ mega project อย่างต่อเนื่องแต่เราคาดว่าขั้นตอนการประมูลโครงการใหญ่ ๆ ต้องใช้เวลามากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ซึ่งหมายความว่ายอดขายและกำไรสุทธิของ STEC จะเริ่มรับรู้ผลบวกจากโครงการ mega project ตั้งแต่นั้นเป็นต้นไปเท่านั้น นอกจากนี้ แม้จะถูกกดดันจากการเลื่อนการก่อสร้างรัฐสภาใหม่แต่เราคาดว่า gross margin ของ STEC ในปี 59 จะลดลงเล็กน้อยเท่านั้น จาก 9.4% ในปี 58 มาอยู่ที่ 9.2% ในปี 59 หนุนจากโครงการที่มี margin สูงหลายโครงการในยอด orderbook เดิมของ STEC (เช่น โครงการโรงไฟฟ้าและรถไฟ) ดังนั้น เราคาดว่า gross margin ของ STEC จะกลับมาอยู่ที่ 9.4% ในปี 60 ซึ่งการปรับตัวดีขึ้นของ gross margin นั้นดีกว่าที่เราประมาณการไว้แต่แรก
- **คาดผลประกอบการยังอ่อนตัวลงในไตรมาส 2/59** เนื่องจากไม่ได้รับผลบวกจากโครงการ mega project เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของ STEC ในไตรมาส 2/59 จะอ่อนตัวลง 7% yoy อยู่ที่ 4,670 ล้านบาทและคาด gross margin ในไตรมาส 2/59 จะอ่อนตัวลงจาก 9.5% ในไตรมาส 2/58 มาอยู่ที่ 8.7% จากการเลื่อนการประกาศผู้ชนะการประมูลออกไป แม้มีการควบคุมต้นทุนอื่นๆ อย่างเข้มงวด แต่เราคิดว่ากำไรสุทธิของ STEC ในไตรมาส 2/59 จะลดลง 19% yoy อยู่ที่ 265 ล้านบาท

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการยอดขายตั้งแต่ประมาณการกำไรสุทธิเดิมไว้** เนื่องจากขั้นตอนการประมูลโครงการ mega project จะต้องใช้เวลามากขึ้น เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายในปี 59 และ 60 ของเราลง อย่างไรก็ดี gross margin ที่ดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ทำให้เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ไว้ตามเดิม ประมาณการกำไรสุทธิของเราต่ำกว่าของตลาดเนื่องจากเราคาดว่า consensus ยังไม่รวมรายได้จากการขายที่ลดลงจากขั้นตอนการประมูลที่ล่าช้าออกไป อิงจากประมาณการใหม่ของเรา เราคาดว่ายอดขายในปี 59 และ 60 จะเพิ่มขึ้นเพียงแค่ 3% และ 16% yoy อยู่ที่ 18,882 ล้านบาทและ 21,956 ล้านบาทตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เราคิดว่ากำไรสุทธิในปี 59 จะลดลงเล็กน้อยที่ 1% yoy อยู่ที่ 1,130 ล้านบาทก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 21% อยู่ที่ 1,364 ล้านบาทในปี 60 หนุนจากกำไรจากโครงการ mega project

### คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 30.00 บาท** เรา roll over valuation ของเราออกไปเป็นปี 60 และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของเราเป็น 30.00 บาท อิงด้วย 2017F EV/EBITDA ที่ 19.3 เท่าหรือ +1SD มากกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี
- **คงคำแนะนำซื้อ** แม้เราคาดว่าผลประกอบการของ STEC จะอ่อนแอในปีนี้แต่บรรดานักลงทุนต่างมองไปถึงผลประกอบการที่น่าประทับใจของ STEC ในปีหน้าแล้ว นอกจากนี้ เราคิดว่าราคาหุ้นมี downside risk จำกัดเนื่องจากข่าวการพัฒนาโครงการ mega project จะช่วยหนุนราคาหุ้นอย่างต่อเนื่อง

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

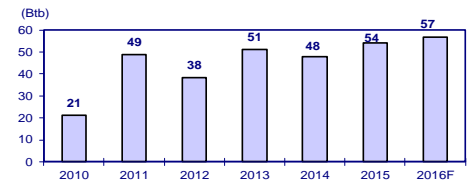
- การประกาศการก่อสร้างโครงการ mega project และการเป็นผู้ชนะการประมูล

### 2Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	2Q16F	yoy % chg	qoq % chg	1H16	yoy % chg
Sales	4,670	(6.5)	4.1	9,156	(0.6)
Gross Profit	408	(13.7)	0.2	815	(14.9)
EBITDA	428	(6.6)	(0.5)	858	(7.7)
Pre-tax Profit	319	(18.2)	0.6	636	(19.4)
Tax	(57)	(7.4)	6.3	(111)	(21.5)
Net Profit	265	(18.8)	(1.3)	533	(17.6)
Net Profit (Ex EI)	265	(18.8)	(1.3)	533	(17.6)
EPS (Bt)	0.17	(17.4)	(1.3)	0.35	(16.9)
Gross margin (%)	8.7			8.9	
EBITDA margin (%)	9.2			9.4	
Net margin (%)	5.7			5.8	

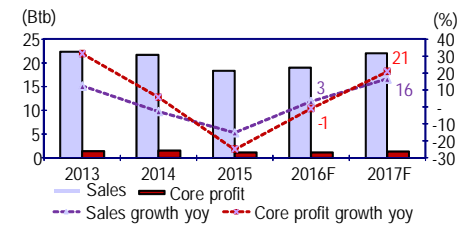
Source: UOB Kay Hian

### ORDERBOOK



Source: STEC, UOB Kay Hian

### SALES AND CORE PROFIT GROWTH



Source: STEC, UOB Kay Hian

### EARNINGS FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Sales	20,600	18,882	-8	23,260	21,956	-6
Net profits	1,130	1,130	0	1,364	1,364	0

Source: UOB Kay Hian

### MEGA PROJECT DEVELOPMENTS SO FAR

Projects Already bid	Value (Btb)	Bid	Results
<b>Dual Track</b>			
Chachoengsao-Klong 19-Kangkhoi	9.8	4Q15	Dec15
Jira Junction-Khonkaen	23.4	4Q15	Dec16
<b>Mortorway</b>			
Pattaya-Mahtaphud (8 contracts)	20.2	Dec15	Jul16
<b>Airport</b>			
Suvarnabhumi, phae II	14.0	May16	Jun16
<b>Mass Transit</b>			
Rail Sylem: Taopoon-Bangsue	0.7	Negotiate	Aug16
<b>Total</b>	<b>68.2</b>		
<b>Under bidding</b>			
<b>Motoway</b>			
Bangpailin-Pakchong-Nakomratchima	84.6	Feb15	Oct16
Bangyai-Kanchanaburi	55.6	Jul15	Oct16
<b>Mass Transit</b>			
Orange: Thailand Cultural Cen.-Minb	92.5	Jul15	May17
Pink: Kaerai-Minburi	56.7	Aug16	May17
Yellow: Ladprao-Samrong	54.6	Aug17	May17
<b>Total</b>	<b>344.1</b>		
<b>Potential</b>			
<b>Dual Track</b>			
Prachuapikrikhan-Chumporn	17.3	Sept16	
<b>Mass Transit</b>			
Light Red: Bangsue-Huamark			
Dark Red: Bangsue-Hualumphong	44.2	Sept16	Feb17
<b>High-Speed Train</b>			
BKK-Rayong	152.5	Within16	
<b>Total</b>	<b>213.9</b>		
<b>Total until Aug 16</b>	<b>412.3</b>		
<b>Grand Total</b>	<b>626.2</b>		
<b>Portion left for bid</b>	<b>558.0</b>		

Source: UOB Kay Hian

### EV/EBITDA AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน