

### Construction Sector : OVERWEIGHT

#### คาดการณ์โรสุทธิเติบโตอย่างมีนัยสำคัญในปี 2561

จากการที่ธุรกิจรับเหมาจะได้รับประโยชน์จาก Mega project อย่างเป็นทางการในปีหน้า ทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มรับเหมาจะเติบโตขึ้นถึง 54% นำโดย STEC เราจึงคาดว่าแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิจะดีต่อเนื่อง สันนิษฐานจากโครงการ Mega project ต่างๆ ที่ทยอยเปิดประมูล เพราะฉะนั้นเรามองว่าราคาหุ้นจะถูก re-rate ขึ้นในเร็ววันนี้ คงคำแนะนำ OVERWEIGHT ในกลุ่มธุรกิจรับเหมา โดยเราเลือก STEC เป็น top pick

#### เหตุการณ์ใหม่

- กำไรสุทธิของกลุ่มรับเหมาก่อสร้างจะเริ่มดีขึ้นใน 2H/60 และเติบโตอย่างมากในปี 2561 แม้ว่าผู้รับเหมาจะชนะงานประมูล Mega project ได้ค่อนข้างมากในช่วงต้นปี 2560 แต่ก็ต้องใช้เวลาประมาณ 4-6 เดือน ผู้รับเหมาถึงจะสามารถเริ่มทำงานได้ เพราะฉะนั้น ยอดขายและกำไรจากธุรกิจก่อสร้างจะยังคงต่ำอยู่ในช่วง 1H/60 แต่จะเริ่มดีขึ้นในช่วง 2H/60 และจะมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องเมื่อผู้รับเหมาเข้าสู่ช่วงระยะที่ 2 ของงานก่อสร้าง เนื่องจากงานในระยะที่ 1 ค่อนข้างมีจำกัด โดยหลักๆ แล้วจะเกี่ยวข้องกับการเตรียมการและการออกแบบ เพราะฉะนั้นเราคาดว่ายอดขายและกำไรของกลุ่มรับเหมาในไตรมาสที่ 2 จะลดลง 30% และ 32% yoy ตามลำดับ สำหรับทั้งปีนี้ รายได้อาจจะลดลง 5% แต่กำไรจากธุรกิจหลักอาจจะเพิ่มขึ้น 13% จากการฟื้นตัวของ ITD ที่คาดว่าจะพลิกกลับมาเป็นกำไร สำหรับปี 2561 เราประมาณการให้ยอดขายและกำไรสุทธิเติบโต 17% และ 54% ตามลำดับ จากการรับรู้ผลประโยชน์จาก mega projects อย่างเต็มที่
- มูลค่าของ Mega project ที่ชนะการประมูลจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ Mega project มูลค่า 515 พันลพ. ได้มีการประมูลจบสิ้นไปแล้วตั้งแต่ปี 2558 ถึง 1H/60 โดยในช่วงปี 2558 มูลค่าโครงการที่ชนะการประมูลมีเพียง 29 พันลพ. เนื่องจากระบบราชการที่มีความล่าช้า หลังจากที่มีการปรับคณะรัฐมนตรี และมีการเปลี่ยนตัวเจ้าหน้าที่ชั้นผู้ใหญ่ที่ทำงานที่ช้า ส่งผลให้โครงการ mega projects ที่ชนะการประมูลเพิ่มขึ้นเป็น 215 พันลพ. ในปี 2559 และในช่วง 1H/60 โครงการ Mega project มูลค่ากว่า 271 พันลพ. ได้รับการประมูลจบสิ้นไปแล้ว โดย STEC ได้รับงานมากที่สุด คิดเป็น 24% ของมูลค่างานประมูลทั้งหมด เราคาดว่า mega projects มูลค่า 308 พันลพ. จะมีการเปิดประมูลในช่วงปลายปี 2560 รวมถึงโครงการรถไฟฟ้าอีก 5 โครงการมูลค่ากว่า 78 พันลพ. โดยคาดว่าผู้ชนะการประมูลรถไฟฟ้าทั้ง 5 เส้นทางจะมีการประกาศไม่เกินช่วงต้นเดือนกันยายน ส่วนทางด้านโครงการ EEC (Eastern Economic Corridor) ก็จะมีโครงการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานมูลค่าราว 691 พันลพ. ที่จะเป็นจุดที่รัฐบาลต้องเร่งทำในปีหน้า นอกจากนี้ยังมีแผนการประมูลการขยายเส้นทางรถไฟไฟฟ้า, การสร้างรถไฟความเร็วสูง ไทย-จีน และการขยายสนามบินสุวรรณภูมิในระยะที่ 3 ในปีหน้า
- งบประมาณมีเพียงพอ แม้ว่า Mega project จำเป็นต้องใช้เงินหลายพันลพ. งบประมาณของประเทศยังเพียงพอในการลงทุน โดยในเดือน พ.ค. 2560 ประเทศไทยมี Debt-to-GDP อยู่ที่ 42.9% ต่ำกว่าเพดานที่ที่กำหนดไว้ที่ 60% มาก นั้นหมายความว่ารัฐบาลยังมีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มได้อีก 2.5 ล้านล้านบาท เพื่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน นอกจากนี้โครงการหลายๆ โครงการใน Mega project เป็นลักษณะเป็น PPP (Public and private partnership) ซึ่งภาคเอกชนจะเป็นผู้ลงทุนและได้รับผลตอบแทนจากโครงการในช่วงระยะเวลาที่กำหนดไว้ นอกจากนี้แล้วรัฐบาลอยู่ในระหว่างการพิจารณาอนุมัติกองทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน TFF (Thailand Future Fund) วงเงิน 45 พันลพ. ในปลายปี 2560 เพื่อสนับสนุนการก่อสร้าง Mega project

#### PEER COMPARISON

Company	Ticker	Rec.	Last Price (Bt)	Target Price (Bt)	Upside/Downside (%)	Market Cap (US\$m)	PE			EPS CAGR	P/B	Yield	ROE	EV/EBITDA
							2016A	2017F	2018F	2016-18	2017F	2017F	2017F	2017F
Ch. Karnchang	CK TB	BUY	27.8	37.0	33.3	1,407	23.5	30.8	22.5	2.1	2.1	1.2	6.9	45.0
Italian-Thai Development	ITD TB	HOLD	4.1	4.5	8.6	654	n.a.	489.0	67.5	na	1.7	0.1	0.3	12.2
Sino-Thai Eng & Con	STEC TB	BUY	26.5	34.5	30.2	1,210	29.3	39.8	22.1	15.1	3.8	1.3	9.4	21.7
Sector						3,271	33.4	42.3	25.8		2.3	1.0	5.4	22.6

Note: Share prices as of 24 July 17

Source: UOB Kay Hian

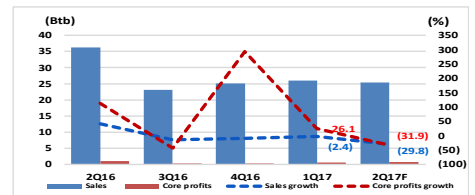
### OVERWEIGHT (Maintained)

#### TOP PICKS

Company	Rec	Target Price (Bt)	Share Price (Bt)
STEC	BUY	34.50	26.50

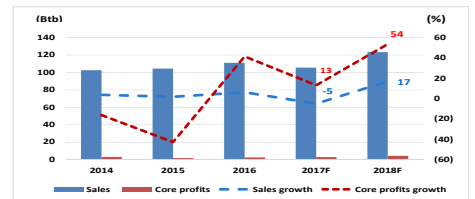
Source: UOB Kay Hian

#### QUARTERLY SECTOR SALES AND CORE PROFIT GROWTH



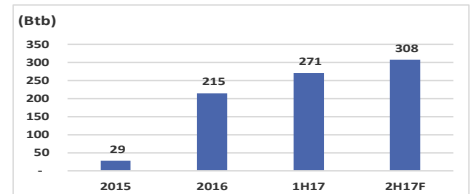
Source: UOB Kay Hian

#### SECTOR SALES AND CORE PROFIT GROWTH



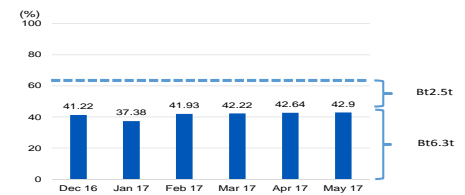
Source: UOB Kay Hian

#### MEGA PROJECTS AWARDED



Source: UOB Kay Hian

#### COUNTRY'S DEBT-TO-GDP AT 43%



Source: Public Debt Management Office

#### ANALYST(S)

Kowit Pongwinyoo

+662 659 8304

kowit.p@uobkayhian.co.th

Company	EPS CAGR	P/B	Yield	ROE	EV/EBITDA
Ch. Karnchang	2.1	2.1	1.2	6.9	45.0
Italian-Thai Development	na	1.7	0.1	0.3	12.2
Sino-Thai Eng & Con	15.1	3.8	1.3	9.4	21.7
Sector		2.3	1.0	5.4	22.6

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ นักลงทุนให้ถือการลงทุนทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- คงคำแนะนำ OVERWEIGHT** แม้ว่ารายได้ที่มาจาก Mega project จะเริ่มเห็นมีนัยสำคัญช่วงปี 2561 กำไรจากธุรกิจหลักของกลุ่มรับเหมาก่อสร้างจะเริ่มเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2560 จากการพลิกเป็นกำไรของ ITD ส่วนกำไรสุทธิของ CK จะลดลงในปีนี้ เนื่องจากไม่ม้งานเพิ่มเติมจากเชื้อนไฮยะบุรี ผลประกอบการของ STEC สำหรับปี 2560 คาดว่าจะคงที่ สำหรับในปี 2561 คาดว่ากำไรจากธุรกิจหลักของกลุ่มรับเหมาจะเพิ่มขึ้น 54% yoy สนับสนุนโดย STEC (+80%), CK (+40%) และ ITD (+26%) เราจึงมองว่า ณ ช่วงเวลานี้เหมาะแก่การลงทุน ก่อนที่หุ้นกลุ่มรับเหมาจะมีการ re-rate ขึ้นเพื่อตอบรับกับการเติบโตในกำไรสุทธิที่สูงในปีหน้า
- โดยมี STEC เป็น top pick** ในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง เราเลือก STEC (ซื้อ/ราคาเป้าหมาย 34.50 บ.) เป็น top buy จากฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง การเติบโตที่สูงที่สุดของกลุ่มในปีหน้า และความสามารถที่ชนะโครงการส่วนใหญ่ของ mega projects ที่เปิดประมูลไปแล้วในช่วง 1H/60 ในขณะที่ CK (ซื้อ/ราคาเป้าหมาย 37.00 บาท) เรายังคงให้ ซื้อ อยู่จากการที่ บริษัทย่อยและบริษัทร่วมจะช่วยujเสริมให้ CK มีอัตราการเติบโตในกำไรสุทธิที่สูงถึง 40% ในปีหน้า เรา **ปรับลดคำแนะนำของ ITD ลงเป็น ถือ** และลดราคาเป้าหมายเหลือ 4.50 บาท (ราคาเข้าซื้อ 4.00 บาท) เรามีปรับลดประมาณยอดขายและกำไรสุทธิของ ITD ลง เนื่องจากผลประกอบการในไตรมาส 1/60 ที่ผ่านมาต่ำกว่าที่คาด นอกจากนี้เรายังมีความกังวลต่อต้นทุนทางการเงินที่ใช้ไปเพื่อสนับสนุนกิจการที่ไม่สามารถดำเนินการได้ อย่างเช่น โครงการการพัฒนาเขตเศรษฐกิจ Dawei ในพม่า และ โครงการทำเหมือง Potash เป็นต้น

## INFRASTRUCTURE DEVELOPMENT IN 2H17F

Project	Value (Btb)	Bid (TOR)	Results
Dual Track	78	1H17	Sep17
Motorway	112	2H17	2H17
Airport	61	2H17	2H17
Mass Transit	57	2H17	2H17
Total	308		

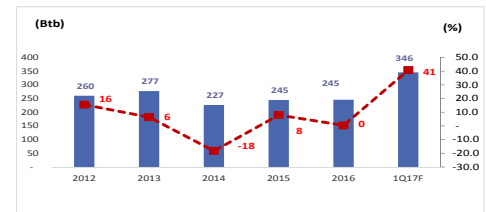
Source: UOB Kay Hian

## EEC'S PRIORITY PROJECTS

Project	Value (Btb)	Bid (TOR)	Results
High Speed Train	215	2H17	2018
U-Tapoa Airport	310	2H17	2018
Lamchabang Port	156	2H17	2018
Maptaphud Port	10	2H17	2018
Total	691		

Note: A double track railway project from Lamchabang to Maptaphud with Bt64b will be Source: UOB Kay Hian

## CONTRACTORS' ORDERBOOK



Source: UOB

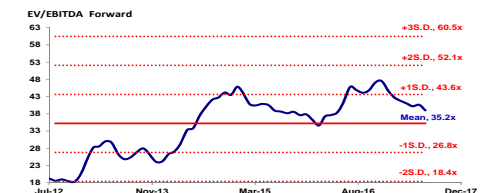
## PROJECTS AWARDED IN 1H17

Project (Btb)	Value	ITD	CK	STEC	UNIQ
<b>Motorway</b>					
Bangpain-Nakornrachima	24.3		2.0	6.3	
Bangyai-Kanchanaburi	42.5				
	<b>66.8</b>				
<b>Mass Transit</b>					
Blue: Extension on M&E	22.0		19.6		
Missing Link: Taopoon-Bangsue	0.9		0.2		
Orange: Thailand Cultural Cen.	92.5	18.6	28.2	18.8	13.7
Pink: Kaerai-Minburi	56.7			18.8	
Yellow: Ladprao-Samrong	54.6			20.9	
	<b>203.9</b>				
<b>Total</b>	<b>270.7</b>	<b>18.6</b>	<b>50.0</b>	<b>64.7</b>	<b>13.7</b>
As % to total		7%	18%	24%	5%

Note: The balance was won by other contractors

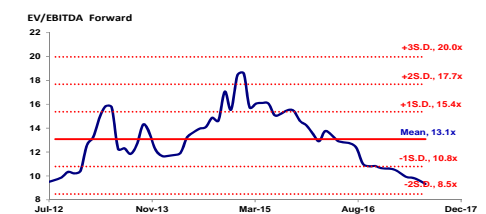
Source: UOB Kay Hian

## CK - EV/EBITDA MEAN AND SD



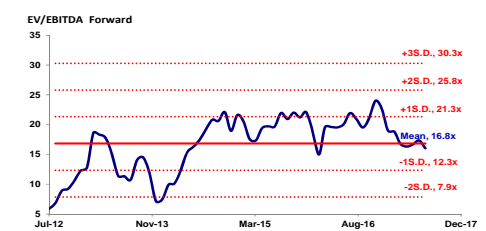
Source: UOB Kay Hian

## ITD - EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

## STEC - EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำ ชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน