

บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น (STEC)

กำไรปกติของ STEC จะกลับมาเติบโตในปี 2021

เนื่องจากสัดส่วนของงานก่อสร้างที่มี margin สูงของ STEC จะมีแนวโน้มที่สูงขึ้น และผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้องก็คาดว่าจะเพิ่มขึ้นด้วย เราจึงคาดว่า การเติบโตของกำไรปกติที่แข็งแกร่งของ STEC จะกลับมาได้ในปี 2021 อย่างไรก็ตามราคาหุ้นยังคงซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน (undervalued) เนื่องจากภาวะตลาดที่ไม่ดีของกลุ่มก่อสร้างในช่วงปัจจุบัน เราจึงยังคงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 15.25 บาท

WHAT'S NEW

- **Margin จะปรับตัวดีขึ้น** แม้เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2020 จะถูกกดดันจากงานที่มี margin ต่ำของปีที่แล้ว เราคาดว่ากำไรของ STEC จะเริ่มดีขึ้นในปี 2021 เนื่องจากงานก่อสร้างที่มี margin ต่ำหลายโครงการ เช่น รถไฟรางคู่, ถนน และอาคารต่างๆ (รวมถึงโครงการก่อสร้างรัฐสภา) จะเสร็จสมบูรณ์หรือ ถึงขั้นตอนสุดท้ายเมื่อสิ้นสุดปี 2020 โดยในปี 2020 นั้น งานก่อสร้างที่มี margin สูง จะมีสัดส่วนเพียง 22% ของงานทั้งหมด สำหรับในปี 2021 นั้น เราคาดว่างานก่อสร้างที่มี margin สูงจะมีสัดส่วนสูงขึ้นเป็น 46% ซึ่งก็มาจากงานโรงไฟฟ้า 2 แห่ง (9%), รถไฟฟ้า (34%) และ ไทยออยล์ (3%) เราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2021 ของ STEC จะสามารถปรับตัวดีขึ้นเป็น 4.7% (2020: 4.1%) ขณะที่การควบคุมต้นทุนที่ดี จะส่งผลให้ EBITDA margin ในปี 2021 สามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 5.4% (2020: 5.2%)
- **บริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้องช่วยเพิ่มผลกำไร** จากการที่บริษัทมีเงินสดสุทธิ ทำให้ STEC เข้าไปลงทุนในบริษัทพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหลายแห่งที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี สิ่งนี้จะช่วยเพิ่มรายได้ของ STEC จากการได้รับเงินปันผลและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้อง เราคาดว่าผลตอบแทนจากบริษัทเหล่านี้จะคิดเป็น 32% และ 29% ของกำไรปกติของ STEC ในปี 2020 และ 2021 ตามลำดับ นอกจากนี้บริษัทเหล่านี้ยังสามารถส่งงานก่อสร้างขนาดใหญ่ เช่น รถไฟฟ้า และการพัฒนาสนามบินให้ STEC ได้ด้วย
- **ยอด orderbook ยังคงแข็งแกร่ง** จากการเข้าร่วมในกิจการร่วมค้า (JV) เพื่อประมูลโครงการขนาดใหญ่ที่สำคัญๆ ของประเทศ ทำให้ STEC ประสบความสำเร็จในการได้งานก่อสร้างขนาดใหญ่หลายโครงการ เราคาดว่าปริมาณงานในมือ (orderbook) ของ STEC ณ สิ้นปี 2020 จะอยู่ที่ 72 พันลบ. คิดเป็น 2 ปีของยอดขาย หรือ 0.3 x of market cap to orderbook หากรวมเอาโครงการสนามบินอยู่ด้วย 27 พันลบ. ที่คาดว่าจะสามารถเซ็นสัญญาได้ในปีนี้เข้าไปด้วย orderbook ณ. สิ้นปี 2020 ของ STEC อาจเพิ่มขึ้นเป็น 99 พันลบ. และจากการที่เราคาดว่า : 1) โครงการขนาดใหญ่มูลค่า 639 พันลบ. จะมีโอกาสเข้าประมูลในปีนี้ และ 2) STEC จะชนะการประมูลโครงการใหม่ประมาณ 40 พันลบ. เราคาดว่า orderbook ณ.สิ้นปี 2021 ของ STEC จะเพิ่มขึ้น 40% yoy เป็น 101 พันลบ. (รวมโครงการสนามบินอยู่ด้วย) สิ่งนี้คิดเป็น 2.8 ปีของ ยอดขาย หรือ 0.2 x of market cap to orderbook

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	27,537	32,992	36,115	38,677	41,166
EBITDA	2,214	2,085	1,864	2,091	2,263
Operating profit	1,600	1,314	824	988	1,125
Net profit (rep./act.)	1,617	1,484	950	989	1,112
Net profit (adj.)	1,363	1,457	846	989	1,112
EPS (Bt)	0.9	1.0	0.6	0.6	0.7
PE (x)	13.8	12.9	22.2	19.0	16.9
P/B (x)	1.7	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	5.9	6.2	7.0	6.2	5.7
Dividend yield (%)	4.1	2.4	1.8	1.8	2.1
Net margin (%)	5.9	4.5	2.6	2.6	2.7
Net debt/(cash) to equity (%)	(79.9)	(39.1)	(36.3)	(39.5)	(40.1)
Interest cover (x)	76.3	40.9	35.8	40.2	43.5
ROE (%)	16.0	11.7	6.6	6.6	7.1
Consensus net profit	-	-	842	1,152	1,286
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.00	0.86	0.86

Source: STEC, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt12.30
Target Price	Bt15.25
Upside	+24.0%
(Previous TP)	Bt14.00

COMPANY DESCRIPTION

STEC is one of the leading engineering and construction companies in Thailand, with over 50 years of experience in private and public projects. Its competitive advantage is its vast experience in the construction of power and petrochemical plants.

STOCK DATA

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	STEC TB
Shares issued (m):	1,525.1
Market cap (Btm):	18,758.8
Market cap (US\$m):	622.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	5.2

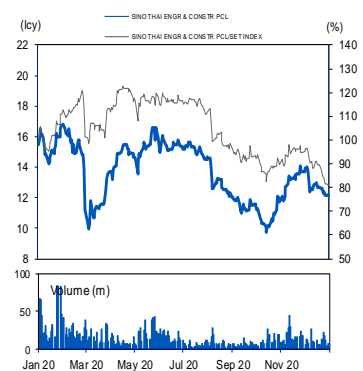
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt16.80/Bt9.75			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
(10.2)	6.0	(20.1)	(16.3)	(3.1)

Major Shareholders

	%
Charnvirakul family	18.7
UBS AG Singapore Branch	11.0
Thai NVDR	6.5
FY21 NAV/Share (Bt)	9.99
FY21 Net Cash/Share (Bt)	3.95

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Kowit Pongwinyoo
+662 659 8304
kowit.p@uobkayhian.co.th

Company Update

Thursday, 14 January 2021

STOCK IMPACT

● **คาดการณ์รายได้ใน 4Q20 จะอ่อนตัวลง yoy** จากปริมาณงานในมือ (orderbook) ที่แข็งแกร่ง คาดว่ารายได้ใน 4Q20 จะยังคงทรงตัว yoy อยู่ที่ 9.2 พันลบ. จากฐานที่สูงใน 4Q19 ทั้งอัตรากำไรขั้นต้นและ EBITDA margins คาดว่าจะลดลงเหลือ 4.0% และ 5.3% (4Q19: 4.5% และ 5.7%) ตามลำดับ จากงานที่มี margin ต่ำ ทั่วไปปกติใน 4Q20 คาดว่าจะลดลง 57% yoy เป็น 220 ลบ. จากส่วนแบ่งกำไรจากการลงทุนในบริษัทร่วมที่สูงสุดปิดกั้นใน 4Q19 หากรวมเอากำไรพิเศษ 104 ลบ. ที่เกิดจากการขายบริษัทหม้อฮืดแลนด์ ซึ่งเป็น บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของกลุ่ม ออกไปทั้งหมด เราคาดว่ากำไรสุทธิของ STEC ใน 4Q20 จะลดลง 46% yoy เป็น 324 ลบ.

EARNINGS REVISION/RISK

● **ปรับการคาดการณ์** จากรายได้ใน 3Q20 ที่ต่ำกว่าการประมาณการเราจึงปรับลดรายได้ของ STEC ในปี 2020 และ 2021 ลง 3% และ 1% ตามลำดับ อย่างไรก็ตามยอด margin ที่สูงกว่าคาดใน 3Q20 ทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2020 และ 2021 ขึ้น 8% และ 9% ตามลำดับ

FORECAST REVISION

(Btm)	2020F			2021F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Revenue	37,170	36,115	-3%	39,191	38,677	-1%
Core profit	780	846	8%	905	989	9%

Source: UOB Kay Hian

● **คาดการณ์กำไรปกติเติบโต 12% yoy ในปี 2021** ด้วยปริมาณงานในมือ (orderbook) ของ STEC ที่แข็งแกร่งทำให้เราคาดว่ารายได้ในปี 2020 และ 2021 จะเพิ่มขึ้น 9% และ 7% yoy เป็น 36.1 พันลบ. และ 38.7 พันลบ. ตามลำดับ อย่างไรก็ตามจาก margin ที่ลดลง yoy จากโครงการที่มี margin ต่ำ และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่น้อยลง เราคาดว่ากำไรปกติปี 2020 ของ STEC จะลดลง 42% yoy เป็น 846 ลบ. และจากการคาดการณ์ว่า margin จะมีการปรับตัวดีขึ้นในปีถัดไปจากโครงการที่มี margin สูง และมีการควบคุมค่าใช้จ่ายที่ดี จะช่วยให้อำนาจในปี 2021 ของ STEC เพิ่มขึ้น 17% yoy เป็น 989 ลบ.

VALUATION/RECOMMENDATION

● **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 15.25 บาท** ตามการคาดการณ์กำไรที่สูงขึ้น เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 15.25 บาท อิงจาก EV/EBITDA 2021F ที่ 9.4 เท่า ซึ่งเทียบเท่ากับ -1SD ภายใต้ค่าเฉลี่ย 5 ปี ของ EV/EBITDA mean

● **คงคำแนะนำซื้อ** แม้คาดว่ากำไรปกติจะลดลงในปีที่แล้วก็ตาม เราได้ให้ความมั่นใจกับผลการดำเนินงานที่ดีของ STEC ที่จะเกิดขึ้นในปีนี้ จากปริมาณงานในมือ (orderbook) ที่แข็งแกร่ง, ยอด margin ที่เพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งกำไรที่ดีขึ้นจากบริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้อง เราคาดว่ากำไรปกติปี 2021 ของ STEC จะเติบโต 17% yoy ขณะที่ความต่อเนื่องของการประมูลงานโครงการขนาดใหญ่ในอีกหลายปีข้างหน้าจะเป็นปัจจัยหนุนที่กระตุ้นความน่าสนใจของกลุ่มก่อสร้าง และช่วยสนับสนุนราคาหุ้น ปัจจุบันหุ้นทำการซื้อขายอยู่ที่ใกล้เคียง -2SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย EV/EBITDA mean ย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งถือว่าราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน

SHARE PRICE CATALYST

● ประกาศประมูลโครงการขนาดใหญ่ และ STEC เป็นผู้ชนะการประมูลโครงการ

2Q20 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	4Q20F	yoy % chg	qoq % chg	2020F	yoy % chg
Revenue	9,163	0.1	6.5	36,115	9.5
Gross Profit	363	(12.3)	(15.0)	1,494	(18.1)
EBITDA	490	(6.0)	(7.4)	1,864	(10.6)
Pre-tax Profit	241	(32.3)	(10.4)	942	(38.8)
Tax	(47)	(40.8)	(22.3)	(188)	(37.8)
Net Profit	324	(46.2)	37.7	950	(36.0)
Net Profit (Ex EI)	220	(56.9)	(6.6)	846	(42.0)
EPS (Bt)	0.21	(43.4)	43.3	0.62	(35.8)
Gross margin (%)	4.0%			4.1%	
EBITDA margin (%)	5.3%			5.2%	
Net margin (%)	3.5%			2.6%	

Source: UOB Kay Hian

% OF HIGH/LOW-MARGIN PROJECTS

	2020F	2021F
High:		
Electric train	19	34
Power plant	3	9
Oil	-	3
Total	22	46
Low:		
Civil, Railway and others	78	54

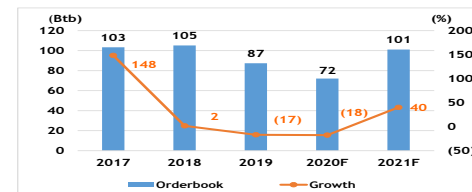
Source: UOB Kay Hian

PROJECTS TO BE PUT ON BID IN 2021

Projects	Value (Btb)	Bid	Results
Double Track Railway			
Bangpai-Mukdaharn-Nakornpanom	66.8	1H21	2H21
Denchai-Chiangrai-Chiangkhon	85.3	1H21	2H21
Mortorway			
Rama III-Daokanong	14.0	1H21	2H21
Nakhonprathom-Chaam	79.0	1H21	2H21
Airport			
SVB: 2nd pass. terminal	46.5	1H21	2H21
Utapaoo airport	17.0	1H21	2H21
Donmaueng airport, ph 3	32.0	Jun21	Dec21
Mass Transit			
Red Line	24.3	2H21	1H22
Purple: Taopoon-Ratburana	131.1	2H21	1H22
Orange West: Bangkhunnong-Minburi	142.8	1H21	2H21
Total	638.7		

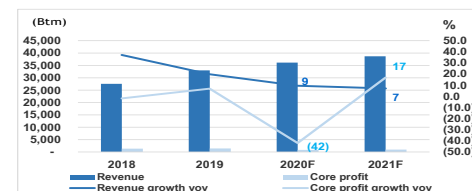
Source: UOB Kay Hian

STEC: ORDERBOOK



Source: STEC, UOB Kay Hian

REVENUE AND CORE PROFIT GROWTH YOY



Source: STEC, UOB Kay Hian

EV/EBITDA AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย UOB Kay Hian เพื่อวัตถุประสงค์ในการให้คำแนะนำเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ โดยไม่มีข้อผูกมัดใดๆ และ UOB Kay Hian ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลหรือข้อเท็จจริงที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน