



## กระแสหลักทรัพย์

### ● STEC : ดูยังคงตกต่ำสำหรับผลประกอบการใน 3Q

#### เราคงมุมมองแนวโน้มกำไรของ STEC อย่างระมัดระวัง

เราคาดว่าผลประกอบการใน 3Q จะดีขึ้น QoQ เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมที่เกิดขึ้นใน 2Q อย่างไรก็ตาม ดูเหมือนว่าผลประกอบการใน 3Q ที่จริงแล้วอาจอ่อนตัวลง QoQ เนื่องจากไม่มีรายได้จากเงินปันผล นอกจากนี้ อัตราการขยายอัตรากำไรขั้นต้นดูเหมือนว่าจะต่ำกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ ดังนั้น เราจึงไม่คาดว่าจะเห็นกำไรชัดเจนจนกว่าจะถึงปี 2024F แม้ว่าหุ้นจะมี upside ถึง 24% แต่เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" เนื่องจากเรายังคงกังวลเกี่ยวกับการปรับอัตรากำไรขั้นต้นที่อาจเกิดขึ้นที่โครงการหนองบอน และความล่าช้าเพิ่มเติมสำหรับโครงการอุตะมา ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ในปีหน้า

#### คาดว่ากำไรสำหรับ 3Q จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ

เราประเมินกำไรสุทธิใน 3Q ของ STEC อยู่ที่ 117 ล้านบาท ลดลง 15.5% YoY และ 23.9% QoQ รายได้จากการก่อสร้างคาดว่าจะอยู่ที่ 7.66 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 3% YoY และ 6% QoQ เราประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นที่ 4.7% เพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จาก 4.4% และ 2.1% โดยคาดว่าไม่มีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมที่เกิดขึ้นใน 2Q ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (S&A) น่าจะลดลง 9.6% QoQ (แต่เพิ่มขึ้น 6% YoY) เนื่องจากไม่มีค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาเกิดขึ้นอีกใน 2Q เราประเมินรายได้จากหุ้นที่ -40 ล้านบาท เทียบกับกำไร 11 ล้านบาท และ 36 ล้านบาทใน 2Q23 และ 3Q22 เนื่องจากส่วนแบ่งขาดทุนที่คาดว่าจะได้จากรถไฟฟ้ายาสีเหลือง อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพการกำไรของเราลดลง YoY สาเหตุหลักมาจากส่วนแบ่งขาดทุนดังกล่าวข้างต้น ในขณะที่กำไรที่คาดการณ์ลดลง QoQ เกิดจากการขาดเงินปันผลจาก GULF

#### คาดว่ากำไรจะดีขึ้นในปี 2024F

เราคาดว่ากำไร 4Q23F จะทรงตัว QoQ เนื่องจากทั้งรายได้จากการก่อสร้างและอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะใกล้เคียงกับระดับ 3Q อย่างไรก็ตาม ยังคงมีความเสี่ยงที่จะมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมจากโครงการหนองบอนเนื่องจากล่าช้ามาเป็นเวลานาน และยังไม่มีการปรับอัตรากำไรขั้นต้น กำไรมีแนวโน้มดีขึ้นในปี 2024 เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจากการเร่งก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้ายาสีม่วง และทางคู่เด่นชัย-เชียงราย ซึ่งน่าจะให้อัตรากำไรที่ดี เราคาดการณ์ว่าโครงการอุตะมา (2.7 หมื่นล้านบาท) จะเริ่มก่อสร้างตามกำหนดใน 1Q24 ความล่าช้าใดๆ อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการรายได้ของเรา

#### คงคำแนะนำ "ถือ" โดยปรับมูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 10.70 บาท

เราปรับลดประมาณการปี 2023-25F ลง 19-22% เพื่อสะท้อนถึงประมาณการ 3Q ใหม่ของเรา นอกจากนี้ เรายังยกยอดเป้าหมายของเราไปที่ PER เป้าหมายที่ 25 เท่า (ค่าเฉลี่ย 4 ปีในอดีต) โดยอิงจากกำไรปี 2024F แทนที่จะเป็นปี 2023F; ดังนั้น มูลค่าที่เหมาะสมของเราจึงปรับจาก 10.80 บาท เป็น 10.70 บาท แม้ว่า upside จะอยู่ที่ 24% แต่เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" ไว้สำหรับความเสี่ยงด้านลบที่อาจเกิดขึ้นจากการปรับอัตรากำไรขั้นต้นของโครงการหนองบอน ความเสี่ยงหลักคือ การไม่มีโครงการใหม่ ต้นทุนเกินจากความล่าช้าในการก่อสร้าง ต้นทุนวัสดุ และค่าจ้างที่เพิ่มขึ้น ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่หรือสื่อสารต่อผู้อื่นโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

8 พฤศจิกายน 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Forecasts and ratios					
Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	27,675	30,326	28,593	28,720	29,699
EBITDA (THBm)	1,984	2,042	1,815	2,025	2,140
Net profit (THBm)	711	857	526	655	742
<b>Net Profit (% chg from prev)</b>	<b>nm.</b>	<b>nm.</b>	<b>-19.9</b>	<b>-22.1</b>	<b>-18.5</b>
EPS (THB)	0.47	0.56	0.34	0.43	0.49
EPS (% YoY)	-35.0	20.6	-38.7	24.5	13.3
<b>EPS vs Cons (%)</b>	<b>Nm</b>	<b>nm</b>	<b>-33.9</b>	<b>-30.9</b>	<b>-23.7</b>
PER (X)	29.2	22.9	24.9	20.0	17.7
Yield (%)	2.9	2.7	1.7	2.1	2.4
P/BV (X)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (X)	9.0	6.5	5.5	5.0	4.6
ROE (%)	4.5	4.7	2.7	3.3	3.6

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. 3Q earnings expected to remain weak

(Bt, m)	3Q23F	3Q22	%YoY	2Q23	%QoQ	9M23F	9M22	%YoY
Construction revenue	7,665	7,437	3.1	7,231	6.0	21,334	21,817	(2.2)
Cost of Construction	7,304	7,106	2.8	7,076	3.2	20,442	20,779	(1.6)
Gross profit	360	331	9.0	155	132.2	892	1,038	(14.0)
S&A expenses	195	183	6.4	216	(9.6)	601	582	3.3
Interest expenses	7	4	61.8	7	(0.5)	19	16	17.9
Equity income	-40	11	n.a.	36	n.a.	-5	36	n.a.
Other income	30	23	27.9	179	(83.3)	245	190	29.3
Corporate income tax	29	37	(20.4)	-9	n.a.	63	115	(45.2)
<b>Net Profit</b>	<b>117</b>	<b>138</b>	<b>(15.5)</b>	<b>154</b>	<b>(23.9)</b>	<b>441</b>	<b>543</b>	<b>(18.7)</b>
EPS (Bt)	0.08	0.09	(15.5)	0.10	(23.9)	0.29	0.36	(18.7)
EBITDA	397	434	(8.5)	321	23.9	1,146	1,456	(21.3)
<b>Assumptions</b>			<b>bps YoY</b>		<b>bps QoQ</b>			<b>bps YoY</b>
Gross margin (%)	4.7	4.4	0.3	2.1	2.6	4.2	4.8	(0.6)
S&A expenses/Sales (%)	2.5	2.5	0.1	3.0	(0.4)	2.8	2.7	0.1
Net margin	1.5	1.9	(0.3)	2.1	(0.6)	2.1	2.5	(0.4)

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 2. Earnings revisions

(Bt, m)	2023F			2024F			2025F		
	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg
Net profit	656.2	525.8	-19.9	840.1	654.6	-22.1	910.3	741.6	-18.5
EPS (Bt)	0.43	0.34	-19.9	0.55	0.43	-22.1	0.60	0.49	-18.5
<b>Change in key assumptions</b>									
Construction revenue	27,030	28,593	5.8	28,883	28,720	-0.6	29,899	29,699	-0.7
Gross margin (%)	4.7	4.4	-6.5	5.1	5.0	-2.0	5.2	5.1	-1.9
S&A expenses	810.9	800.6	-1.3	823.2	832.9	1.2	837.2	846.4	1.1
Interest expenses	17.0	26.2	54.8	18.7	28.0	49.7	20.5	29.7	45.5
Profit sharing from associates	54.0	-66.3	n.a.	55.6	-82.8	n.a.	57.3	-62.1	n.a.
Other income	299.1	299.1	0.0	314.1	314.1	0.0	329.8	329.8	0.0
Net margin	2.4	1.8	-24.3	2.9	2.3	-21.6	3.0	2.5	-18.0

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความ และผลการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

8 พฤศจิกายน 2566