

**บริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด
(มหาชน) (CIVIL)**

28 ธันวาคม 2564

Blackout period: 4-21 มกราคม 2565

วิกิจ ธีรวรรณรัตน์ (+662 618 1336)

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
ปัจจัยทางเทคนิค

ภูวดล ภูสอดเงิน (+662 618 1338)

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

หุ้น Construction-Tech ที่รอคอย



**Construction and
Construction
Management
Business**

**Manufacturing and
Distribution Construction
Material Business**

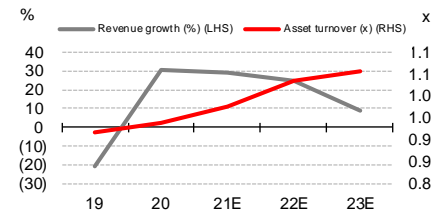
**Real Estate Services
and Equipment &
Machinery Rental**



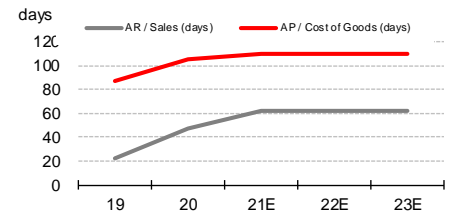
CIVIL: Financial Tables – Year

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	3,140	4,095	5,299	6,630	7,233
Cost of sales and services	(2,685)	(3,723)	(4,732)	(5,980)	(6,563)
Gross profit	455	371	567	650	669
SG&A	(345)	(293)	(297)	(326)	(343)
EBIT	110	79	271	323	327
Interest expense	(12)	(9)	(7)	(5)	(3)
Other income/exp.	49	18	18	18	18
EBT	147	87	282	336	342
Corporate tax	(30)	(20)	(48)	(67)	(68)
After-tax net profit (loss)	116	68	234	269	273
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	24	19	0	0	0
Net profit (loss)	141	87	234	269	273
Reported EPS	0.28	0.17	0.47	0.38	0.39
Fully diluted EPS	0.28	0.17	0.47	0.38	0.39
Core net profit	116	68	234	269	273
Core EPS	0.23	0.14	0.47	0.38	0.39
EBITDA	286	302	531	590	594
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(21.1)	30.4	29.4	25.1	9.1
Gross margin (%)	14.5	9.1	10.7	9.8	9.3
EBITDA margin (%)	9.1	7.4	10.0	8.9	8.2
Operating margin (%)	3.5	1.9	5.1	4.9	4.5
Net margin (%)	4.5	2.1	4.4	4.1	3.8
Core profit margin (%)	3.7	1.7	4.4	4.1	3.8
ROA (%)	4.1	2.0	4.3	4.2	4.0
ROCE (%)	8.6	4.3	9.5	9.5	9.2
Asset turnover (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
Current ratio (x)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2
Gearing ratio (x)	0.6	1.3	2.1	0.7	0.4
Interest coverage (x)	9.3	8.8	39.6	64.1	117.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	591	274	506	657	198
Accounts receivable	193	534	901	1,127	1,230
Inventory	57	96	237	299	328
PP&E-net	1,116	982	921	954	887
Other assets	1,816	3,058	3,347	3,882	4,129
Total assets	3,773	4,945	5,912	6,920	6,772
Accounts payable	640	1,071	1,419	1,794	1,969
ST debts & current portion	525	1,258	1,462	1,062	562
Long-term debt	44	109	240	252	265
Other liabilities	1,554	1,448	1,977	1,977	1,977
Total liabilities	2,764	3,885	5,098	5,085	4,773
Paid-up capital	500	500	500	700	700
Share premium	(78)	(78)	(78)	582	582
Retained earnings	587	637	391	553	717
Shareholders equity	1,009	1,059	813	1,835	1,999
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	3,773	4,945	5,912	6,920	6,772
CASH FLOW (Btm)					
Net income	141	87	234	269	273
Depreciation and amortization	176	223	260	267	267
Change in working capital	(250)	(1,396)	(690)	(824)	(379)
FX, non-cash adjustment & others	754	382	877	375	175
Cash flows from operating activities	820	(705)	681	87	336
Capex (Invest)/Divest	(94)	(182)	(200)	(300)	(200)
Others	148	(26)	(105)	0	0
Cash flows from investing activities	55	(207)	(305)	(300)	(200)
Debt financing (repayment)	13	774	206	(400)	(500)
Equity financing	0	0	0	860	0
Dividend payment	(250)	(40)	(480)	(108)	(109)
Others	(131)	(139)	129	12	13
Cash flows from financing activities	(368)	596	(144)	364	(596)
Net change in cash	506	(316)	232	151	(460)
Free cash flow (Btm)	726	(886)	481	(213)	136
FCF per share (Bt)	1.5	(1.8)	1.0	(0.3)	0.2
Key assumption					
Construction Revenue	2,950	3,752	5,037	6,227	6,777
Sales	174.4	327.7	245.8	386.3	438.8
Rental revenue	15.7	14.7	16.2	16.7	17.2
%GP - Construction	14.6%	9.3%	10.8%	9.7%	9.1%
%GP - Sales	10.0%	5.5%	7.0%	9.5%	10.7%
%GP - Rental	44.6%	37.1%	34.0%	35.0%	35.0%

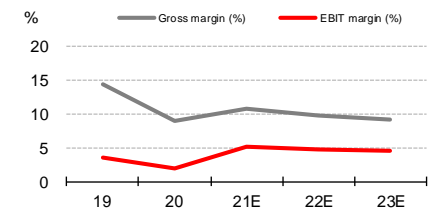
Revenue growth and asset turnover



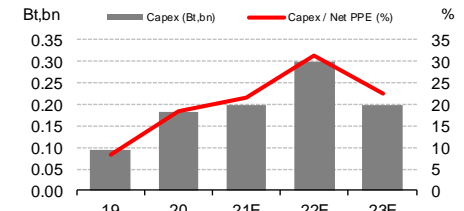
A/C receivable & A/C payable days



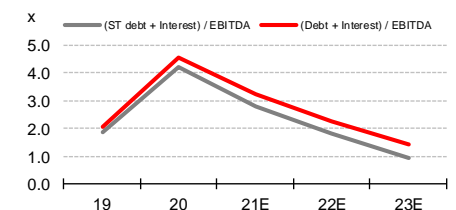
Profit margins



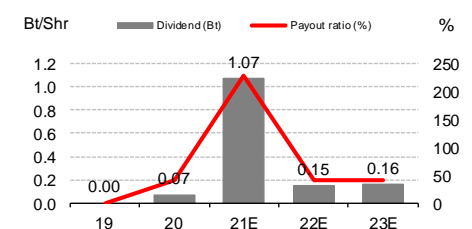
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



CIVIL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Revenue	1,071	1,128	1,182	1,221	1,320
Cost of sales and services	(977)	(1,032)	(1,033)	(1,106)	(1,177)
Gross profit	95	96	149	115	143
SG&A	(77)	(69)	(64)	(70)	(79)
EBIT	17	28	85	45	64
Interest expense	(2)	(3)	(2)	(2)	(1)
Other income/exp.	3	3	5	3	6
EBT	18	28	88	46	68
Corporate tax	(3)	(6)	(19)	(3)	(11)
After-tax net profit (loss)	15	21	69	44	57
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	15	21	69	44	57
Reported EPS	0.03	0.04	0.14	0.09	0.11
Fully diluted EPS	0.03	0.04	0.14	0.09	0.11
Core net profit	15	21	69	44	57
Core EPS	0.03	0.04	0.14	0.09	0.11
EBITDA	76	88	146	111	132

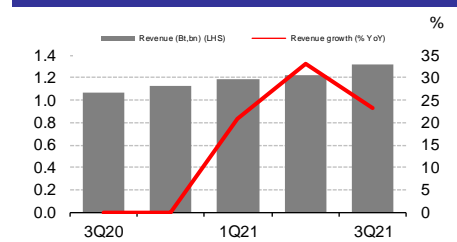
KEY RATIOS

Gross margin (%)	8.8	8.5	12.6	9.4	10.8
EBITDA margin (%)	7.1	7.8	12.4	9.1	10.0
Operating margin (%)	1.6	2.5	7.2	3.7	4.8
Net margin (%)	1.4	1.9	5.8	3.6	4.3
Core profit margin (%)	1.4	1.9	5.8	3.6	4.3
BV (Bt)	2.1	2.1	1.7	1.7	1.9
ROE (%)	5.7	8.1	33.4	20.0	24.7
ROA (%)	1.2	1.7	4.4	2.9	3.7
Current ratio (x)	1.0	1.0	0.7	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	1.3	1.3	1.6	1.7	1.7
Interest coverage (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

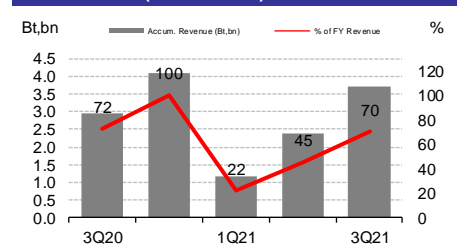
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	220	274	1,400	731	640
Accounts receivable	562	534	282	375	877
Inventory	141	96	149	186	227
PP&E-net	980	982	987	986	982
Other assets	3,070	3,058	3,512	3,656	3,447
Total assets	4,974	4,945	6,330	5,935	6,173
Accounts payable	1,195	1,071	1,545	1,147	1,346
ST debts & current portion	1,220	1,258	1,185	1,386	1,489
Long-term debt	91	109	113	126	120
Other liabilities	1,430	1,448	2,658	2,403	2,289
Total liabilities	3,936	3,885	5,502	5,062	5,243
Paid-up capital	500	500	500	500	500
Share premium	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
Retained earnings	616	637	406	450	507
Shareholders equity	1,038	1,059	829	872	930
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	4,974	4,945	6,330	5,935	6,173

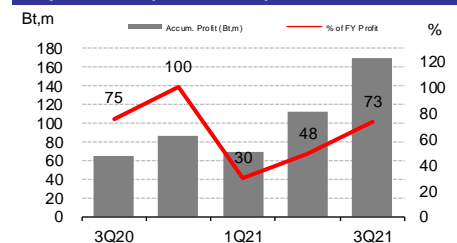
Revenue trend



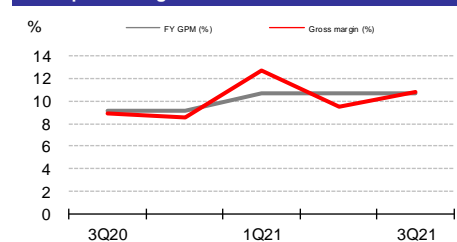
Revenue trend (accumulated)



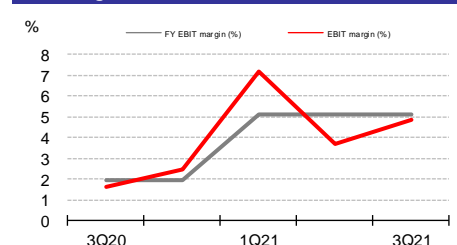
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Executive summary

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2565 ที่ 5.4 บาท/หุ้น โดยอิง EPS ปี 2565 ที่ 0.38 บาท (Post-Money) และ PER ที่ 14.0 เท่า อ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PER ในอดีต (Historical PER) ย้อนหลัง 7 ปี (ปี 2558-2564) ที่ 16.4 เท่า ของกลุ่มบริษัทรับเหมาก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดฯ ขนาดใหญ่ ถึง เล็ก รวม 6 บริษัท ที่รายงานผลกำไรได้เป็นส่วนใหญ่ในช่วงที่ผ่านมา ประเด็นสำคัญในการลงทุนมีดังนี้...

Positive #1—ประสบการณ์ยาวนาน พร้อมมีผู้บริหารรุ่นใหม่มาสานงานต่อจากหลากหลาย
 กลุ่มบริษัท CIVIL ประกอบกิจการรับเหมาก่อสร้าง มีประสบการณ์ยาวนานกว่า 55 ปี เริ่มต้นจากการก่อสร้างงานถนน (งานทาง) จนมีความเชี่ยวชาญ และขยายมาทำงานงานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ สนามบิน นิคมอุตสาหกรรม และรางรถไฟ ปัจจุบัน มีงานที่ยังไม่ส่งมอบ (Backlog) 16,873 ล้านบาท กระจายตัวในหลากหลายประเภท และผู้บริหารรุ่นที่ 3 (คุณปิยะดิษฐ์) เข้ามาสานต่องานเต็มตัว มีวิสัยทัศน์ในการสร้างความทันสมัย นำเทคโนโลยีมาใช้ รวมทั้งขยายขอบเขตรายได้ไปยังรูปแบบงานใหม่ๆ ที่มีโอกาสเติบโตสูง เช่น รางรถไฟ รวมไปถึงเริ่มธุรกิจใหม่ๆ อย่างโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้าง จำหน่ายหินปูนจากเหมือง และการรับจ้างบริหารงานก่อสร้างในอนาคต

Positive #2—จุดเด่น กลยุทธ์ด้านบริหารต้นทุน และการนำเทคโนโลยีมาใช้ประโยชน์
 CIVIL ให้ความสำคัญกับเรื่องความคล่องตัว (Agility) และยืดหยุ่น (Resilience) เพื่อให้สามารถก้าวทันต่อการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว โดยมีกลยุทธ์ในการสร้าง "Balance" ประเภทและขนาดของงาน และได้นำเทคโนโลยีมาช่วยพัฒนา เพื่อลดขั้นตอนก่อสร้าง (Optimized workflow) ลดต้นทุนการก่อสร้าง (Cost Optimization) เช่น ระบบ SAP และเครื่องจักรใหม่ๆ เช่น รถปูนคอนกรีต Paver ที่เพิ่มความเร็วในการเทคอนกรีตได้เท่าตัว นอกจากนี้ ยังมีโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างที่ตั้งอยู่ใกล้กับจุดก่อสร้างสำคัญใน 4 จังหวัด ช่วยลดต้นทุนวัสดุ และระยะเวลาในการขนส่ง โดยผลลัพธ์ของกลยุทธ์ต่างๆ สะท้อนผ่าน 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม 2) ปัญหา Cost Overrun น้อย และส่งมอบงานได้ตามกำหนดมากกว่า 90% นอกจากนี้ เงินที่ได้จากการ IPO ก็จะถูกใช้เตรียมเครื่องจักรชุดใหม่ เพื่อรองรับโอกาสเติบโตจากงานใหม่ และเพิ่มประสิทธิภาพกำไรด้วย

Positive #3—โอกาสมหาศาลจากภาพอุตสาหกรรมก่อสร้างฯ ที่จะกลับมารุ่งเรืองอีกครั้ง
 สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ รายงานมูลค่างานก่อสร้างภาครัฐปี 2558-63 เติบโตเฉลี่ย 3.8%/ปี CAGR และเราคาดว่าหลังสถานการณ์โควิด-19 เบาลง จะเห็นการผลักดันโครงการขนาดใหญ่ออกมามากกว่าระดับเศรษฐกิจ ทั้งงานรูปแบบ PPP ที่วางแผนไว้เกือบ 10 ล้านล้านบาท ในปี 2563-70 และคาด 1-3 ปีจากนี้ จะเห็นการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานในพื้นที่ EEC อย่างจริงจัง อาทิ ถนน โครงสร้างพื้นฐานนิคมอุตสาหกรรม ที่ส่วนเป็นงานถนัดของ CIVIL ส่วนงานทาง กระทรวงคมนาคมก็ได้แถลงนโยบายการขับเคลื่อนการพัฒนาโครงข่ายถนนมอเตอร์เวย์ และทางพิเศษ มูลค่ารวมกว่า 2.6 แสนล้านบาท ที่จะนำออกมาประกวดราคา 1-2 ปีข้างหน้า เพิ่มโอกาสเข้ารับงานโครงการใหญ่เต็ม Backlog สร้างรายได้เติบโตต่อเนื่อง จากฐานที่ยังไม่สูงมากเมื่อเทียบกับรายกลาง-ใหญ่ ในตลาด ซึ่งงวด 9M64 รายได้รับเหมาฯ CIVIL เพิ่มขึ้นกว่า 30% YoY ขณะที่คู่แข่งลดลง 8% YoY

Positive #4—พิสูจน์ผลงาน 9M64 ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว
 แม้ที่ผ่านมากำไรหลักจะลดลงจากจุดสูงสุดที่ 333 ล้านบาทในปี 2561 เป็น 116 ล้านบาทในปี 2562 และ 68 ล้านบาท ในปี 2563 เนื่องจากปี 2561 ฐานสูงทั้งการส่งมอบงานโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ และการขายชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป (Segment) ล็อตใหญ่ให้ผู้รับเหมารายหนึ่งช่วงปี 2561-62 แต่ผลกำไรงวด 9M64 ก็พิสูจน์แล้วว่ากำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วตั้งแต่ปี 2563 หลังทิศทางรายได้-กำไรกลับมาเป็นขาขึ้น (กำไรหลักเติบโต 267% YoY) หลังเริ่มโครงการขนาดใหญ่ใหม่ๆ ใน Backlog อย่างมีนัยสำคัญ หนุนให้รายได้เติบโตกว่า 25.5% YoY และอัตรากำไรหลักขยายตัว 301bps YoY และเราคาดเบื้องต้นว่ากำไรหลักยังคงเติบโตต่อเนื่องทั้ง YoY และ QoQ ใน 4Q21

Positive #5—แนวโน้มรายได้และกำไรเติบโตแข็งแกร่ง แคมมีอ์พีซีที่คาดหวังได้
 เราคาดการณ์กำไรหลักปี 2565 ที่ 269 ล้านบาท เติบโต 15% YoY จากรายได้รับเหมาก่อสร้างเติบโต 24% YoY จากการเข้าสู่ช่วงการรับรู้รายได้โครงการรถไฟความเร็วสูง สระบุรี-แก่งคอยมากขึ้น คาดรายได้จากการขายวัสดุก่อสร้างและผลิตภัณฑ์หินปูน เติบโต 57% YoY จากการเริ่มขายผลิตและ จำหน่ายหินปูนจากเหมืองตนเอง ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยคาดอ่อนตัวลงจาก 10.7% ในปี 2564 เป็น 9.8% ในปี 2565 ตามสัดส่วนงานทางรถไฟที่เพิ่ม แต่ชดเชยด้วยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ลดลงจาก 5.6% ในปี 2564 เป็น 4.9% ในปี 2565 ตามการประหยัดจากขนาด ขณะที่อ์พีซีจะมาจากโอกาสประมูลโครงการใหม่ได้มากกว่าคาด (5 พันล้านบาท/ปี) โดยเฉพาะงาน EEC และกรณีมีอัตรากำไรดีกว่าประเมินไว้จากการลดต้นทุนอย่างจริงจัง

Transaction Summary

ผู้เสนอขายหลักทรัพย์: บริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) ("บริษัทฯ" หรือ "CIVIL")

จำนวนหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขาย: 200 ล้านหุ้น

คิดเป็น 28.57% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO

ทุนที่เรียกชำระแล้ว และจำนวนหุ้น:

ก่อนเสนอขาย IPO: 500 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 500 ล้านหุ้น

หลังเสนอขาย IPO: 700 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 700 ล้านหุ้น

มูลค่าที่ตราไว้ (Par value): 1.00 บาทต่อหุ้น

ตลาดรองที่จดทะเบียน: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

นโยบายการจ่ายเงินปันผล: อัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40.00 ของกำไรสุทธิตามงบการเงิน เฉพาะกิจการหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและหลังหักสำรองต่างๆ ทุกประเภทที่กฎหมายและบริษัทฯ กำหนดไว้ในแต่ละปี ทั้งนี้ คณะกรรมการบริษัทจะพิจารณาการจ่ายเงินปันผลโดยคำนึงถึงปัจจัยต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นเป็นหลัก

วัตถุประสงค์การใช้เงิน: 1. ลงทุนเพิ่มเติมในเครื่องจักรและอุปกรณ์สำหรับใช้ในโครงการก่อสร้าง

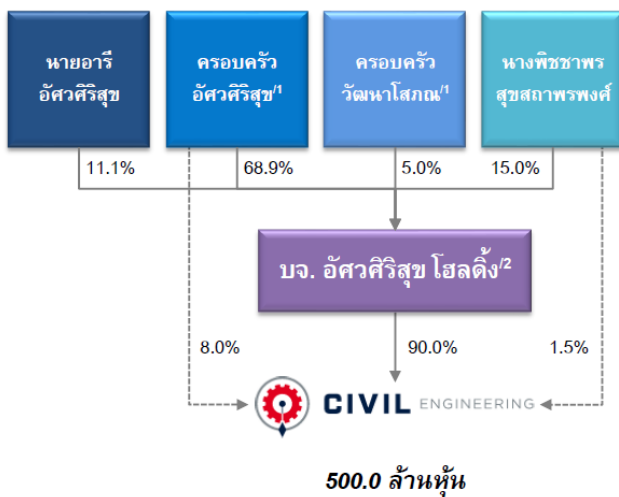
2. ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

3. เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ (ถ้ามี)

ที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย: บริษัทหลักทรัพย์ บัวหลวง จำกัด (มหาชน)

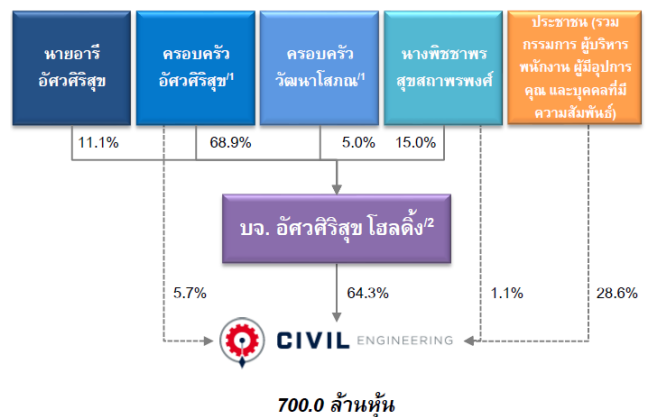
Research Blackout Period: 4-21 มกราคม 2564

Figure 1 : Pre IPO



Sources: Company data

Figure 2 : Post IPO



Sources: Company data

Projection & Valuation

เราคาดว่าในปี 2564-66 ที่ 234, 269 และ 273 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 59%/ปี (CAGR 2564-66) จากฐานต่ำในปี 2563 โดยปัจจัยหนุนมาจากรายได้รับเหมาก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นตามความคืบหน้าของงาน รายได้จากการขายที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ที่ลดลงต่อเนื่องจากการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้น (GP) คาดผันแปรไปตามสัดส่วนของประเภทงานที่รับรู้แต่ละงวด แต่ภาพรวมยังรักษาในระดับ 9.1-10.8% ได้ในช่วงปี 2564-66

คาดการณ์งานใหม่ในระดับที่เป็นไปได้: โดยเราให้สมมติฐานการเข้าลงนามสัญญางานใหม่มูลค่ารวม 5 พันล้านบาท/ปี (ในปี 2561-64 ทำได้จริงเฉลี่ย 4.8 พันล้านบาท/ปี แม้จะเป็นช่วงที่โครงการใหญ่ถูกเลื่อนหลายโครงการช่วงที่ผ่านมา) และคาดการณ์รายได้เพียง 10% ในปีแรก และเพิ่มขึ้นเป็น 30%/ปี ในปี 2-4 ปี

รับรู้รายได้ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเพิ่มขึ้นต่อเนื่องทุกปี: เราคาดการณ์รายได้จากงานรับเหมาก่อสร้างที่ 5 พันล้านบาท ในปี 2564 และ 6.2 พันล้านบาท ในปี 2565 (เพิ่มขึ้น 24% YoY) และ 6.8 พันล้านบาท ในปี 2566 (เพิ่มขึ้น 9% YoY) โดยโครงการใหญ่ที่จะรับรู้รายได้ยังมีนัยสำคัญปี 2565-66 คือ รถไฟความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย (มูลค่าสัญญา 8 พันล้านบาท)

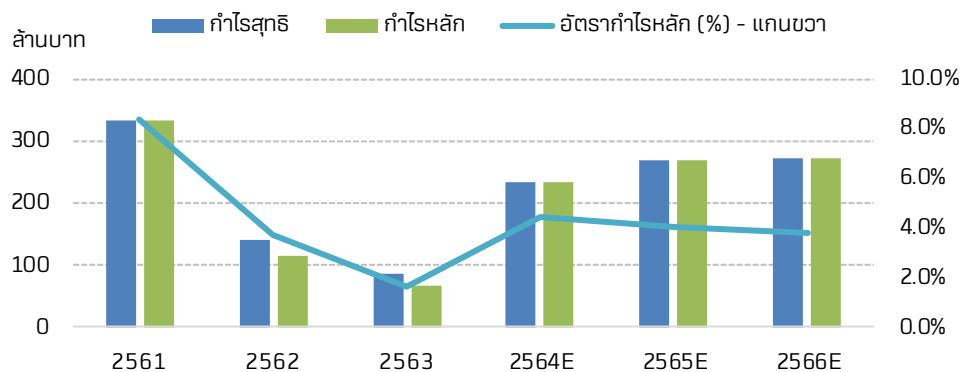
รายได้จากการขาย: เราคาดการณ์รายได้จากการขายวัสดุก่อสร้างในปี 2564-66 ที่ 246, 386 และ 439 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10%/ปี (CAGR 2564-66) อ้างอิงจากสมมติฐานรายได้การขายให้ผู้รับเหมาช่วง 5% ของรายได้รับเหมาฯ และส่วนเพิ่มจากการเริ่มต้นขายผลิตภัณฑ์หินปูน ใน 2Q65

อัตรากำไรขั้นต้น (GP) เฉลี่ยราว 10% ในปี 2564-66: เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นรวมในปี 2564-66 ที่ 10.7%, 9.8% และ 9.3% ตามลำดับ เหตุที่ลดลงทุกปี เนื่องจากเป็นไปตามสัดส่วนของงานรางรถไฟ ซึ่งมีอัตรากำไรต่ำสุด เพิ่มขึ้นจากการก่อสร้างงานรถไฟความเร็วสูงที่กล่าวไปข้างต้น รวมทั้งงานสนามบินที่มีอัตรากำไรสูงสัดส่วนลดลงหลังส่งมอบงานจบช่วงปี 2564-65 ส่งผลให้ GP งานรับเหมาในปี 2564-66 อยู่ที่ 10.8%, 9.7% และ 9.1% ตามลำดับ ขณะที่ GP จากการขายวัสดุก่อสร้างจะเพิ่มขึ้นจาก 7%, 9.5% และ 10.7% ตามลำดับ จากสัดส่วนการขายหินปูนจากเหมือง (GP สูง 20%) ที่เพิ่มขึ้น

SG&A ต่อรายได้หลักรวมลดลงต่อเนื่อง จากการประหยัดจากขนาด: แม้เราจะคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5%/ปี (CAGR 2564-66) แต่จากรายได้หลักรวมของบริษัทเติบโตเฉลี่ย 21%/ปี (CAGR 2564-66) ส่งผลให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/revenue ratio) ปรับตัวลดลงจาก 7.1% ในปี 2563 เป็น 5.6% ในปี 2564, 4.9% ในปี 2565 และ 4.7% ในปี 2566 สะท้อนความสามารถในการควบคุมค่าใช้จ่ายไม่ให้พุ่งสูงตามรายได้ ซึ่งสอดคล้องกับกลยุทธ์ของบริษัทที่จะนำเทคโนโลยีมาปรับใช้ในการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน

สถานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO: อัตรารส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (Gearing ratio) อยู่ที่ 1.7 เท่า ณ 30 ก.ย. 2564 (เพิ่มจาก 1.3 เท่า ณ สิ้นปี 2563 และ 0.6 เท่า ณ สิ้นปี 2562) เนื่องจากการกู้ยืมเงินมาหมุนเวียนเพื่อเตรียมงานก่อสร้างขนาดใหญ่อย่างรถไฟความเร็วสูง และคาดว่าอยู่ที่ 2.1 เท่า ณ สิ้นปี 2564 เนื่องจากจะมีการจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้นเดิม 180 ล้านบาท ใน 4Q64 (ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง) โดยใช้เงินจากการดำเนินงาน แต่หลังได้รับเงินจากการเสนอขายหุ้น IPO ครั้งนี้ บริษัทจะนำเงินส่วนหนึ่งไปชำระหนี้สินกับสถาบันการเงิน และสามารถเบิกเงินค่าก่อสร้างได้ตามงวดงาน จะทำให้ Gearing ratio ปรับลดลงมาอยู่ที่ 0.7 เท่า ณ สิ้นปี 2565

Figure 1 : คาดการณ์กำไร และอัตรากำไรหลัก



Sources: Company data และ Bualuang Research

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2565 ที่ 5.4 บาท/หุ้น โดยอิง EPS ปี 2565 ที่ 0.38 บาท และใช้วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PER) ที่ 14.0 เท่า หรือเท่ากับการคิดลด 15% จากค่าเฉลี่ย PER ในอดีต (Historical PER) ย้อนหลัง 7 ปี (ปี 2558-2564) ที่ 16.4 เท่า ของกลุ่มบริษัทที่รับเหมาก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดฯ ขนาดใหญ่ 3 บริษัท และขนาดกลาง-เล็ก 3 บริษัท เท่ากัน ที่รายงานผลกำไรได้เป็นส่วนใหญ่ (หากขาดทุนก็ไม่ได้ต่อเนื่องนาน) ในช่วงที่ผ่านมา ประกอบด้วย CK STEC UNIQ SYNTEC PREB และ RT

โดยเรามองว่าเป้าหมาย PER ที่ 14 เท่าของเรา ที่นำมาคำนวณนั้น ค่อนข้างสมเหตุสมผลและอนุรักษ์นิยม เนื่องจากต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER ของผู้รับเหมารายใหญ่อย่าง CK, STEC และ UNIQ ทั้ง Historical PER ที่ 20.0-22.7 เท่า และ Forwards PER ที่ 18.0-25.8 เท่า (อิงตามคาดการณ์กำไรของเรา สำหรับ CK และ STEC) แต่ก็สูงกว่า Historical PER (ไม่มีข้อมูลประมาณการกำไรทั้งจากเราและตลาด จึงไม่คำนวณ Forwards PER) ของรายกลาง-เล็กอย่าง SYNTEC PREB RT ที่ 9.7-13.2 เท่า เนื่องจาก CIVIL มีพอร์ตการรับงานค่อนข้างกระจายตัวรูปแบบโครงการคล้ายกับรายใหญ่ต่างจากรายกลาง-เล็กที่รับงานเฉพาะทาง (ซึ่งทำให้ถูกจำกัดการเติบโตเป็นด้านที่ถนัดไป)

เรามองอัปเดตจะมาจากผลการประมูลโครงการใหม่ และบริหารต้นทุนได้มากกว่าคาด: หลังจากบริษัทเสนอขายหุ้น IPO และเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ จะทำให้ 1) มีชื่อเสียงมากขึ้น และเป็นที่รู้จักในวงกว้างขึ้น มีโอกาสได้รับการตอบรับที่ดีจากพันธมิตรใหม่ๆ หากต้องการร่วมทุนในการเข้าประมูลโครงการในอนาคต โดยเฉพาะโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ โครงการร่วมทุนระหว่างภาครัฐ-เอกชน (PPP) และในพื้นที่ระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) และ 2) บริษัทมีเงินลงทุนพร้อมสำหรับเพิ่มเครื่องจักรใหม่ สำหรับรองรับการเข้าประมูลงานโครงการขนาดใหญ่ที่จะทยอยออกมาหลังจากนี้ได้มากกว่าในอดีต รวมทั้งยังช่วยบริหารต้นทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้นกว่าเครื่องจักรชุดเดิมที่อาจมีค่าซ่อมแซมมากกว่า

ดังนั้น เราเห็นโอกาสที่นักลงทุนจะให้มูลค่ากับ CIVIL มากขึ้น (re-rating valuation) ทำให้หุ้นซื้อขายได้บน Valuation ที่สูงขึ้นไปได้ เราจึงได้จัดทำตารางความอ่อนไหว (sensitivity analysis) ของมูลค่าพื้นฐาน กับ Target PER ในกรณีให้ส่วนลดตั้งแต่ 0-25% (เราให้ส่วนลดที่ 15%) ดัง Figure 2 ด้านขวา ได้มูลค่าพื้นฐานในช่วง 4.7-6.3 บาท เพื่อให้นักลงทุนศึกษาเป็นทางเลือกประกอบการตัดสินใจพิจารณาลงทุน

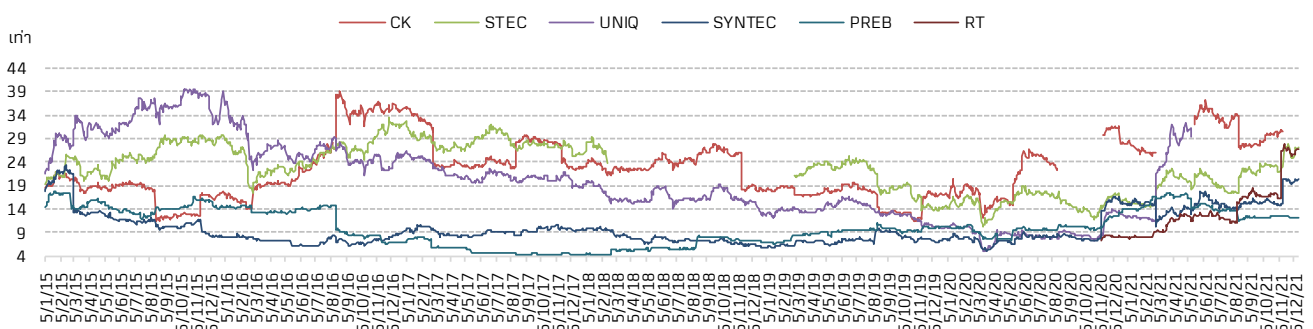
Figure 2 : มูลค่าหุ้นโดยวิธี PER และตารางวิเคราะห์ Sensitivity analysis

คู่เทียบ	Historical PER (average)*		Forwards PER (BLS)	PER Valuation sensitivity		
	7-years (2558-64)	Current		%Discounted to peers	PER target (x)	Target price (Bt)
CK	22.7	n.m.	25.8	0%	16.4	6.3
STEC	22.7	27.0	18.0	-5%	15.6	6.0
UNIQ	20.0	n.m.	n.a.	-10%	14.8	5.7
SYNTEC	9.7	20.5	n.a.	-15%	14.0	5.4
PREB	10.0	12.1	n.a.	-20%	13.1	5.0
RT	13.2	26.8	n.a.	-25%	12.3	4.7
Mean	16.4	21.6				
Median	16.6	23.6				

*ใช้ตัวเลขรายวันจาก SETSMART และ ไม่รวมช่วงที่ตัวเลขผิดแปลกจากปกติ (Outlier)

Note: ข้อมูล ณ วันที่ 14 ธันวาคม 2564
Sources: SETSMART, Bualuang research

Figure 3 : Historical PER ของหุ้นคู่เทียบในอุตสาหกรรม (ย้อนหลัง 7 ปี)



*Note: ใช้ตัวเลขรายวันจาก SETSMART และ ไม่รวมช่วงที่ตัวเลขผิดแปลกจากปกติ (Outlier)
Sources: SETSMART, Bualuang Research

Background

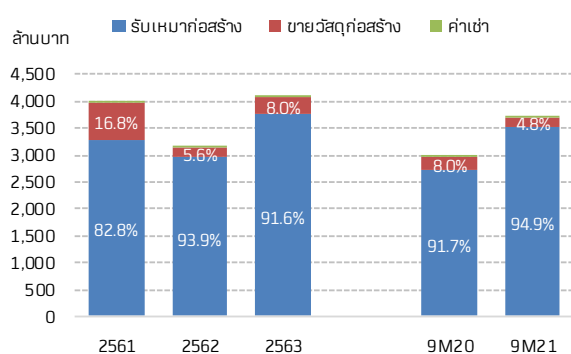
บริษัทฯ (CIVIL) และบริษัทย่อย ("กลุ่มบริษัทฯ") เริ่มต้นธุรกิจรับเหมาก่อสร้างจากการจัดตั้งบริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (ภายหลังเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ซีวิล คอนสตรัคชั่น เซอร์วิสเชส แอนด์ โปรดัคส์ จำกัด หรือ **CCSP**) เมื่อวันที่ 27 กรกฎาคม 2509 โดยคุณอารี ัศวศิริสุข ต่อมาวันที่ 16 ตุลาคม 2522 จัดตั้ง บริษัท บุญชัยพาณิชย์ (1979) จำกัด (ภายหลังเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) หรือ **CIVIL**) เพื่อรับงานโครงการขนาดใหญ่ และวันที่ 22 เมษายน 2536 จัดตั้งบริษัท เดอะ ซี.อี.ซี. คอนสตรัคชั่น จำกัด (**THE**) เพื่อรับงานก่อสร้างขนาดกลางถึงเล็กเพิ่มเติม โดยสรุปแล้ว ปัจจุบันกลุ่มบริษัทจึงมีบริษัทหลัก 3 แห่งข้างต้น สำหรับรับเหมาก่อสร้างตั้งแต่ขนาดใหญ่อไปจนถึงเล็ก นอกจากนี้ ยังมีกิจการร่วมค้า ที่ดำเนินการอยู่ ดังนี้

- 1) กิจการร่วมค้า CPN (CIVIL ถือหุ้น 38.25% ร่วมกับบริษัท พี.ซีอีที จำกัด และบริษัท ภา ก่อสร้าง จำกัด สัดส่วน 32.75% และ 29% ตามลำดับ) เพื่อรับงานก่อสร้างโครงการคลองระบายน้ำและอาคารประกอบ จังหวัดนครศรีธรรมราช (ลงนามสัญญาแล้ว)
- 2) กิจการร่วมค้า ยูเอ็น-ซีซี (CCSP ถือหุ้น 30% ร่วมกับ UNIQ ที่ 70%) เพื่อรับงานก่อสร้างโครงการทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญาที่ 1 (ลงนามสัญญาแล้ว)
- 3) กิจการร่วมค้า ซีซีเอสพี-เดอะซีอีซี (ถือหุ้นกันเองในกลุ่มบริษัทโดย CCSP 51% และ THE 49%) เพื่อเข้าประกวดราคาโครงการก่อสร้างทางหลวงพิเศษหมายเลข 82 ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว ตอน 8 (เป็นผู้เสนอราคาต่ำสุด และอยู่ระหว่างเข้าทำสัญญา)

ธุรกิจหลักของบริษัทแบ่งออกได้เป็น 3 ธุรกิจ

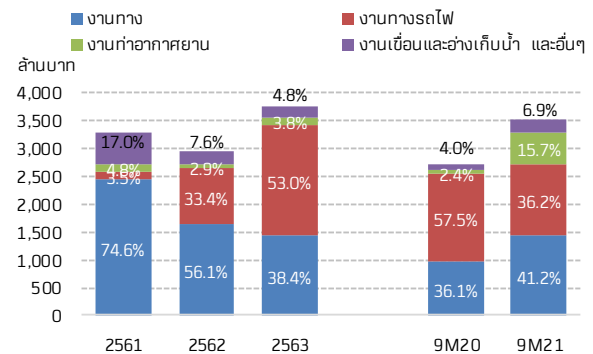
- 1) ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง (สัดส่วนรายได้ 94.9% ของรายได้หลัก ใน 9M64) โดยโครงการรับเหมาก่อสร้างโดยหลักจะเป็นโครงการในแนวราบ ซึ่งกลุ่มบริษัทมีประสบการณ์และเชี่ยวชาญงานก่อสร้างประเภทงานทางมายาวนานตั้งแต่เริ่มต้น มีโครงการสำคัญ เช่น ทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง สายบางปะอิน-สระบุรี-นครราชสีมา และมาขยายงานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ ปี 2525 และงานท่าอากาศยานปี 2536 โดยก่อสร้างมาแล้วมากกว่า 10 โครงการ เช่น ทางวิ่งฯ ท่าอากาศยานระนอง รวมทั้งยังมีประสบการณ์รับเหมางานนิคมอุตสาหกรรมยางพารา (Rubber City) ในปี 2559 และล่าสุดปี 2561 ได้ขยายมาทำงานทางรถไฟ เริ่มจากรถไฟฟ้าทางคู่ ช่วงบางสะพานน้อย-ชุมพร และรถไฟความเร็วสูงช่วงสี่คิ้ว-กุดจิก และรถไฟความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย
- 2) ธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง (สัดส่วนรายได้ 4.8% ของรายได้หลัก ใน 9M64) ประกอบด้วย การจำหน่ายชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป (Segment) ที่มีโรงงานผลิตอยู่ (ปัจจุบันใช้ในกลุ่มฯ ทั้งหมด) การจำหน่ายวัสดุก่อสร้างให้กับผู้รับเหมาช่วงทั้งจากที่จัดหาจากผู้จัดหา (supplier) ซึ่งจะทำให้มีอำนาจต่อรองจากการซื้อต่อครั้งจำนวนมาก และการจำหน่ายหินปูนภายใต้ประทานบัตรที่ CCSP ได้รับอนุญาตในการทำเหมืองหินปูนที่จังหวัดสระบุรี ล่าสุดได้รับการต่ออายุประทานบัตรอีก 16 ปี (สิ้นสุด 9 มิ.ย. 2580) ทั้งนี้ CCSP ลงนามจ้างผู้รับเหมาในการดำเนินการเพื่อให้ได้มาซึ่งหินปูน โดยจ่ายค่าจ้าง 80% ของรายได้จากการขาย (อัตรากำไรขั้นต้น 20%) คาดว่าจะเริ่มได้ภายในครึ่งแรกของปี 2565
- 3) ธุรกิจให้เช่า (สัดส่วนรายได้ 0.3% ของรายได้หลัก ใน 9M64) ประกอบด้วยธุรกิจให้เช่าและให้บริการพื้นที่สำนักงานภายในอาคารสำนักงาน จำนวน 1 แห่ง คือ อาคาร CEC ซึ่งตั้งอยู่ติดกับถนนกำแพงเพชร 6 พื้นที่เช่า 3.95 พันตร.ม. อัตราการเช่าเฉลี่ย (Occupancy rate) ณ 30 ก.ย. 64 ที่ 96.74% และธุรกิจให้เช่าเครื่องจักร เครื่องมือและอุปกรณ์ โดยเฉพาะที่วางจากการใช้งาน ให้รับเหมาช่วงของกลุ่มบริษัทฯ เข้าไปแทน เพื่อการบริหารประสิทธิภาพต้นทุนโดยรวม

Figure 4 : สัดส่วนรายได้หลักตามธุรกิจ



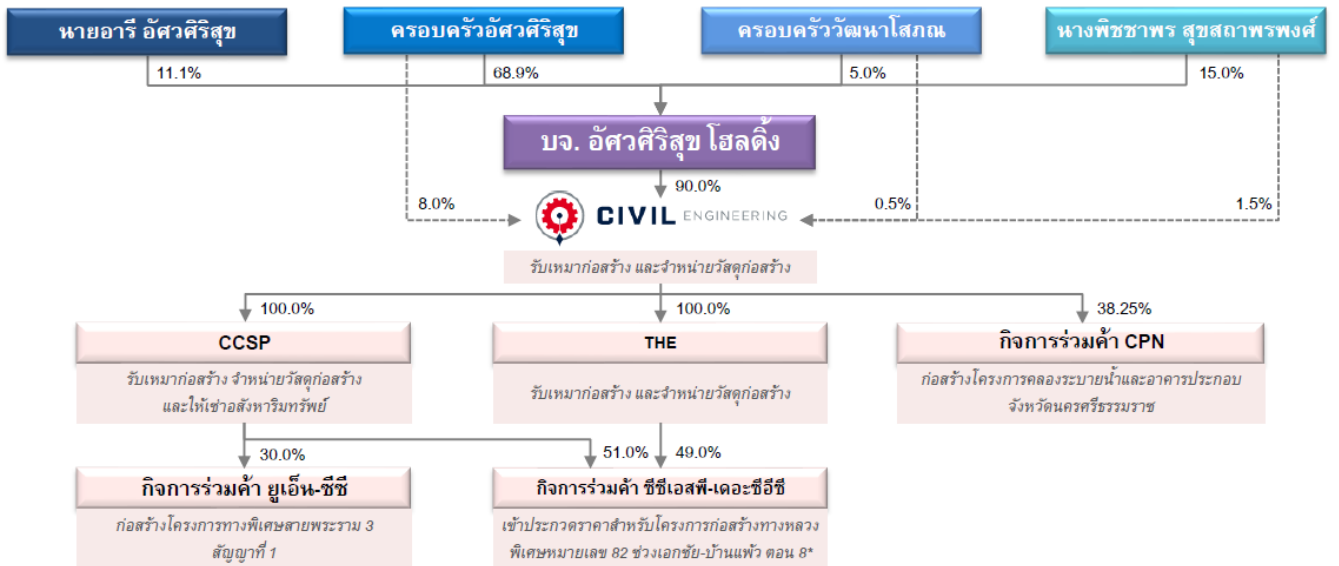
Sources: Company data

Figure 5 : สัดส่วนรายได้รับเหมาฯ แบ่งตามประเภทงาน



Sources: Company data

Figure 6 : โครงสร้างผู้ถือหุ้นและกลุ่มบริษัทของ CIVIL



Source: Company data

Figure 7 : การเปลี่ยนแปลงและพัฒนาการที่สำคัญ



Source: Company data

Business Positives

Positive #1—ผู้บริหารรุ่นเก่าประสบการณ์ยาวนาน พร้อมมีผู้บริหารรุ่นใหม่มาสานงานต่องานหลากหลายประเภทมากขึ้น

กลุ่มบริษัทฯ มีประสบการณ์ในธุรกิจรับเหมาก่อสร้างมากกว่า 55 ปี รวมทั้ง 3 รุ่น (Generation) จากผู้บริหารรุ่น 1-2 คุณอารี และคุณชัยวัล อัครศิริสุข ที่ก่อตั้งและดำเนินธุรกิจมาตั้งแต่ปี 2509 จากการเห็นโอกาสของการขยายเส้นทางหลวงให้ครอบคลุมทั่วประเทศ และสร้างชื่อเสียงด้านงานทางตั้งแต่ขนาดเล็กจนไปถึงโครงการใหญ่ที่มีความซับซ้อนด้านวิศวกรรมเป็นที่รู้จักในวงการ เช่น โครงการทางแยกต่างระดับบนถนนรัชดาภิเษก-วิภาวดีรังสิต และโครงการทางคู่ขนานลอยฟ้าบรมราชชนนี และได้ขยายไปยังงานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ และทำอากาศยาน

ต่อมาคุณปิยะดิษฐ์ อัครศิริสุข ซึ่งเป็นทายาทรุ่นที่ 3 (ปัจจุบัน) ได้เข้ามารับไม้ต่อเป็นผู้บริหารสูงสุดในปี 2554 ได้วางแนวนโยบายที่สำคัญ คือ การสร้างความทันสมัยและทันต่อการเปลี่ยนแปลง โดยนำระบบเทคโนโลยีสารสนเทศเข้ามาใช้บริหารโครงการ วางแผนเรื่องการพัฒนาบุคลากร และมีวิสัยทัศน์การเข้ารับงานรางรถไฟ ซึ่งจะเป็นกระแสของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ครั้งใหม่ของประเทศ โดยเริ่มจากรถไฟทางคู่ ช่วงบางสะพานน้อย-ชุมพร ปี 2561 และรถไฟความเร็วสูงช่วงสี่คิ้ว-กุดจิก ปี 2562 และรถไฟความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย ปี 2564 โดยสรุปกลุ่มบริษัทฯ ได้ก่อสร้างโครงการมูลค่ารวมแล้วกว่า 4 หมื่นล้านบาท

ปัจจุบันวางรากฐานจากธุรกิจครอบครัวสู่ธุรกิจมหาชนที่ยั่งยืน ด้วยคณะกรรมการและผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในวงการเฉลี่ย 20 ปี และความชำนาญเทคนิคการก่อสร้างหลายประเภท ทำให้บริษัทสามารถชนะการประกวดราคาโครงการใหญ่ๆ ได้มาก และยังสามารถมอบงานโครงการส่วนใหญ่ได้ทัน

โดยสรุป เราจึงมองว่า CIVIL คือ บริษัทรับเหมาก่อสร้างที่มีพร้อมทั้งชื่อเสียง-ประสบการณ์ (Track record) เดิม และการเปลี่ยนมือผู้บริหารรุ่นใหม่ (Successor) ที่สมบูรณ์แบบ

กลุ่มบริษัทเป็นที่ยอมรับในหลายหน่วยงานรัฐ โดยได้ขึ้นทะเบียนกับหน่วยงานราชการ และได้รับการจัดอันดับให้เป็นผู้รับเหมาอันดับสูงสุดของหลายหน่วยงาน เช่น กรมบัญชีกลาง กรมทางหลวง และกรมโยธาธิการและผังเมือง และกรมทางหลวงชนบท

Figure 8 : คณะกรรมการและผู้บริหารมีประสบการณ์และความชำนาญในหลายด้าน

 <p>นายชัยวัฒน์ อุทัยวรรณ ประธานกรรมการ และกรรมการอิสระ</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในธุรกิจการเงินและการธนาคาร มากกว่า 35 ปี ประธานกรรมการ สมาชิกส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ประธานกรรมการ แนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (CAC) ประธานกรรมการบริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ประธานกรรมการบริหาร บริษัท อเนกบุ๊คส์ จำกัด (ประเทศไทย) จำกัด กรรมการบริหาร บริษัท ซีเจ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) อดีตกรรมการผู้จัดการ บริษัท ทีทีบี จำกัด (มหาชน) อดีตกรรมการผู้จัดการ บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) 	 <p>รศ.ดร.ธนิศ ธงทอง กรรมการ</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง/พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มากกว่า 25 ปี กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบบริษัท โปรเจค แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบบริษัท พีบีอีที จำกัด (มหาชน)
 <p>นายวิรัตน์ ใจสิตไพศาล กรรมการอิสระ และประธานกรรมการตรวจสอบ</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในธุรกิจพลังงานและปิโตรเคมีมากกว่า 30 ปี มีความรู้ความเข้าใจในธุรกิจ Engineering & Construction มากกว่า 10 ปี มีประสบการณ์ด้านการบริหารบุคคลและบริหารองค์กรขนาดใหญ่ มากกว่า 10 ปี ที่ปรึกษาบริษัท ดีทีซีโอ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) กรรมการบริษัท โกลด์ พลังงาน จำกัด (มหาชน) 	 <p>นายปิยะดิษฐ์ อัครศิริสุข กรรมการ ประธานกรรมการบริหาร และประธานเจ้าหน้าที่บริหาร</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง/พัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากกว่า 20 ปี เลขาธิการสมาคมอุตสาหกรรมก่อสร้างไทยในพระบรมราชูปถัมภ์ ร่วมงานกับ กลุ่ม CIVIL : มากกว่า 15 ปี
 <p>นายชัยณรงค์ ไชยชัย กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในการกำกับดูแลบริษัทมหาชน กรมพัฒนาธุรกิจการค้า มากกว่า 20 ปี คณะกรรมการวิสามัญ พิจารณาแก้ไขร่างกฎหมายมหาชน กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิในคณะกรรมการเครื่องหมายการค้า กรมทรัพย์สินทางปัญญา กระทรวงพาณิชย์ อดีตรองผู้ตรวจราชการกระทรวงพาณิชย์และรองอธิบดีกรมพัฒนาธุรกิจการค้า 	 <p>นายโกวิท เหงียงสุข กรรมการ กรรมการบริหาร และประธานเจ้าหน้าที่สายงานบัญชีและการเงิน</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในสายงานบัญชีและการเงินมากกว่า 18 ปี ร่วมงานกับ กลุ่ม CIVIL : มากกว่า 3 ปี
 <p>นายยูधिพน กาญจนวิทย์ กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากกว่า 15 ปี มีประสบการณ์ในสายงานบัญชีและการเงิน และการวางแผนกลยุทธ์ มากกว่า 20 ปี ที่ปรึกษากิจการบริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่ปรึกษาสายกลยุทธ์และการบริหารความเสี่ยงทางธุรกิจ บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน) 	 <p>นายพันหนนท์ เลิศวัฒนะศิริกุล กรรมการ กรรมการบริหาร และประธานเจ้าหน้าที่อาวุโสสายงานบริหารงานทั่วไป</p> <ul style="list-style-type: none"> มีประสบการณ์ในธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง/พัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากกว่า 35 ปี ร่วมงานกับ กลุ่ม CIVIL : มากกว่า 35 ปี

Source: Company data

งาน Backlog รองรับรายได้ที่มั่นคงและรูปแบบงานกระจายตัว: หากนำมูลค่างานที่ยังไม่ส่งมอบ (Backlog) ณ สิ้น 30 ก.ย. 2564 จำนวน 12,726 ล้านบาท มารวมกับงานใหม่ที่ชนะการประมูลช่วง ต.ค.-พ.ย. 2564 ที่ 4,147 มูลค่า Backlog รวมจะอยู่ที่ 16,873 ล้านบาท และพบว่ามีการกระจายตัวในทุกประเภทงาน แต่งานทางและทางรถไฟ เป็นสัดส่วนหลักที่ 34% และ 50% ตามลำดับ โครงการสำคัญ เช่น ทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญา 1 และรถไฟความเร็วสูงช่วงสระบุรี-แก่งคอย นอกจากนี้ ยังมีนโยบายในการขยายไปรับงานเอกชน-รัฐวิสาหกิจเพิ่มเติม เช่น โครงการก่อสร้างสะพานลอยเดินเท้า (Skywalk) ให้กลุ่ม PTT รวมทั้ง CIVIL ยังแสวงหาโอกาสเข้าร่วมทุนกับพันธมิตรใหม่ๆ เพื่อประกวดราคาและรับงานก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่

มองโอกาสขยายไปยังธุรกิจใหม่ "รับบริหารโครงการ" หรือ Project Management ซึ่งเป็นการต่อยอดจากความเชี่ยวชาญจากที่มีอยู่แล้ว ไปช่วยสร้างฐานรายได้ประจำใหม่ที่มีมั่นคง ต้นทุนเพิ่มไม่มาก (มีบุคลากรอยู่แล้ว) เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากร และลดความเสี่ยงความไม่แน่นอนของธุรกิจรับเหมาฯ (Project based)

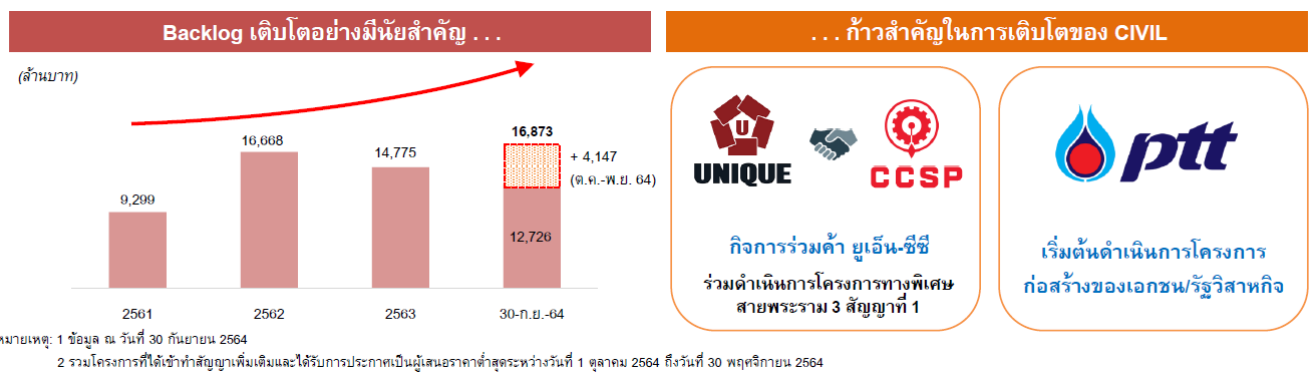
Figure 9 : ตัวอย่างการจัดอันดับผู้รับเหมาจากหน่วยงานราชการ

หน่วยงานราชการ	ประเภทงาน	ประเภทที่
กรมบัญชีกลาง	สำนักงานก่อสร้างทางและสะพานพิเศษ	พิเศษ
กรมบัญชีกลาง	สำนักงานก่อสร้างชลประทาน	พิเศษ
กรมทางหลวง	สำนักงานบำรุงทาง งานบูรณะทางแบบ Pavement In-Place Recycling	ประเภทที่ 6
กรมทางหลวง	งานบำรุงทาง งานเสริมผิวทางแบบ Hot Mixed Asphalt	ประเภทที่ 4
กรมโยธาธิการและผังเมือง	สำนักงานทางระบายน้ำ	พิเศษ ก.
กรมโยธาธิการและผังเมือง	สำนักงานระบบป้องกันน้ำท่วม	พิเศษ ก.
กรมทางหลวงชนบท	สำนักงานบำรุงทาง งานบูรณะทางแบบ Pavement In-Place Recycling	ประเภทที่ 6

Source: Company data

Figure 10 : มูลค่างาน Backlog การกระจายตัว และโครงการที่สำคัญ

(ล้านบาท)	งานทาง	งานทางรถไฟ	งานท่าอากาศยาน	งานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ	อื่น ๆ	รวม
จำนวนโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง	11 ²	3	3	2	7 ²	26 ²
มูลค่าโครงการ	8,614 ²	12,754	1,073	1,376	1,123 ²	28,835 ²
Backlog	6,165 ²	8,387	444	1,140	739 ²	16,873 ²
ตัวอย่างโครงการสำคัญ	<ul style="list-style-type: none"> โครงการทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญาที่ 1 Motorway สาย 82 ช่วงเอกรีย์-บ้านแพ้ว ตอน 8 	<ul style="list-style-type: none"> รถไฟความเร็วสูง ช่วงสีติว-กุดจิก และช่วงสระบุรี-แก่งคอย รถไฟทางคู่ ช่วงบางสะพานน้อย-ชุมพร 	<ul style="list-style-type: none"> ท่าอากาศยานจังหวัดตรัง, หัวหิน และ ลำปาง 	<ul style="list-style-type: none"> อ่างเก็บน้ำคลองสังข์ คลองระบายน้ำและอาคารประกอบ จังหวัด นครศรีธรรมราช 	<ul style="list-style-type: none"> พัฒนาศูนย์นิคมกชนวิภาวดีรังสิต สะพานลอยเดินเท้าของ PTT 	



Source: Company data

Positive #2—กลยุทธ์เด่นบริหารต้นทุนฯ และการนำเทคโนโลยีมาใช้

Construction-Tech company: CIVIL ให้ความสำคัญกับเรื่องความคล่องตัว (Agility) และยืดหยุ่น (Resilience) เพื่อให้สามารถก้าวทันต่อการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว โดยช่วงการระบาดของโควิด-19 ที่ผ่านมา ได้ปรับกระบวนการทำงานตามสถานการณ์ โดยนำเทคโนโลยีมาช่วยพัฒนาและลดขั้นตอนก่อสร้าง (Optimized workflow) ลดต้นทุนการก่อสร้าง (Cost Optimization) เช่น การนำระบบ SAP เข้ามารวบรวมและวิเคราะห์ต้นทุนงานก่อสร้าง ให้สามารถปรับปรุงงบประมาณ (เทียบปริมาณวัสดุที่ใช้จริงกับแผนงานก่อสร้าง) ได้ทันท่วงทีทุก 30 วัน การนำโปรแกรม Primavera มาจัดทำแผนและติดตามความคืบหน้างานก่อสร้าง นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทยังได้ลงทุนเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่มีเทคโนโลยีใหม่ๆ เข้ามาทดแทนเครื่องจักรเดิม ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน (ทำงานได้มากขึ้นในเวลาเท่าเดิม) ลดต้นทุนต่อหน่วย และลดระยะเวลาในการก่อสร้างได้ เช่น รถปูคอนกรีต Paver เพิ่มความเร็วในการเทคอนกรีตได้เท่าตัว

กลยุทธ์เน้น Balance ประเภทและขนาดของงาน: โดยวางกลยุทธ์สำคัญเพื่อรักษาสมดุลของทั้งการรับงานก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่ (มูลค่าสูง แต่การแข่งขันมาก อัตรากำไรน้อย) และขนาดกลาง-เล็ก (มูลค่าน้อย แต่การแข่งขันน้อยกว่า และอัตรากำไรสูงกว่า) ช่วยรักษาประสิทธิภาพอัตรากำไร การใช้ทรัพยากร และกระจายความเสี่ยงในแง่การพึ่งพาโครงการ

อีกจุดเด่นเป็นเจ้าของโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างที่ตั้งอยู่ใกล้กับจุดยุทธศาสตร์ โดยในปี 2560 กลุ่มบริษัทฯ ได้เริ่มก่อสร้างโรงงานผลิตชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป (Segment) ที่จังหวัดสระบุรี ที่มีงานก่อสร้างทางหลวงพิเศษ (มอเตอร์เวย์) บางปะอิน-โคราช ช่วยลดต้นทุนก่อสร้างและระยะเวลาในการขนส่ง ปัจจุบัน ขยายโรงงานเป็น 11 โรงงาน กระจายใน 4 จังหวัด ที่เห็นว่ามีศักยภาพในการประมูลงาน ได้แก่ สระบุรี อุทัยฯ กระบี่ และตรัง (รายละเอียดใน Figure 12)

Figure 11 : ตัวอย่างเทคโนโลยีที่นำมาประยุกต์ใช้

เทคโนโลยีสำหรับ Back Office



- ✓ ติดตาม ควบคุมและวิเคราะห์ ต้นทุนโครงการ
- ✓ ควบคุมสินทรัพย์ และสินค้าคงเหลือ
- ✓ บริหารเครื่องจักรและโรงงาน
- ✓ ระบบบัญชีและงบการเงิน



- ✓ จัดทำ Master Schedule และ S-Curve
- ✓ ระบบ Planning

ความพร้อมของระบบ IT ผสมกับความชำนาญในการบริหาร ทำให้ใช้ประโยชน์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ตัวอย่างเทคโนโลยีการก่อสร้าง



Form traveller



Concrete Paver Machine



Shuttlelift



Drone for construction

CIVIL ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่มีเทคโนโลยีใหม่ ๆ อย่างต่อเนื่องเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการก่อสร้าง “ลดระยะเวลาในการก่อสร้าง และลดต้นทุนการก่อสร้าง”

Source: Company data

Figure 12 : โรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างของกลุ่ม CIVIL

ที่ตั้ง (จังหวัด)	โรงงาน/ตัวอย่างผลิตภัณฑ์
สระบุรี	<ul style="list-style-type: none"> - คอนกรีตผสมเสร็จ - แอสฟัลต์ติกคอนกรีต - คานคอนกรีตอัดแรงและราวเหล็กผูกกันรถ - ชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูปชนิดกลาง - แผ่นราวกันตกคอนกรีตสำเร็จรูป
อุทัยฯ	<ul style="list-style-type: none"> - แอสฟัลต์ติกคอนกรีต
กระบี่	<ul style="list-style-type: none"> - คอนกรีตผสมเสร็จ - แอสฟัลต์ติกคอนกรีต - ท่อระบายน้ำคอนกรีต
ตรัง	<ul style="list-style-type: none"> - แอสฟัลต์ติกคอนกรีต

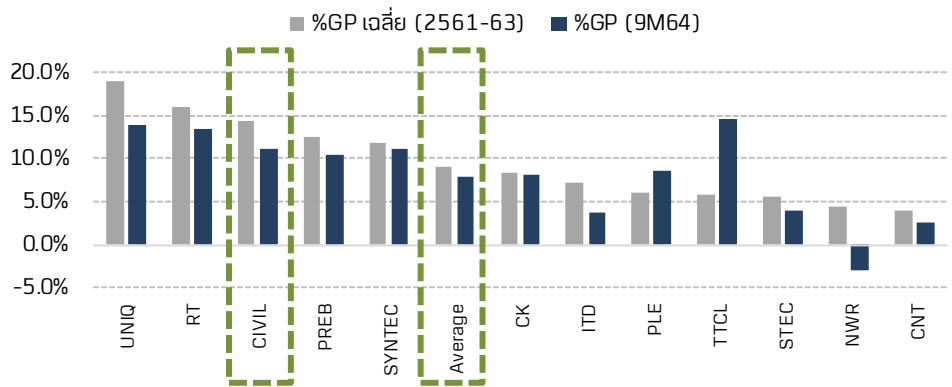
Source: Company data

ผลลัพธ์ความสำเร็จสะท้อนผ่าน...

1) อัตรากำไรขั้นต้น (GP) ที่มีประสิทธิภาพ ดีกว่าค่าเฉลี่ย: โดย GP เฉลี่ยของ CIVIL ปี 2561-63 และ 9M64 อยู่ที่ 14.5% และ 11.1% ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยคู่แข่ง (ITD CK STEC UNIQ NWR CNT SYNTEC TTCL PLE PREB และ RT) ที่ 9.1% และ 8.0% ตามลำดับ แสดงถึงความสามารถในการ “วางแผนงาน” การ “Balance ประเภทงาน” และ “ควบคุมต้นทุน” โดยรวมทำได้ดีกว่าค่าเฉลี่ย รวมทั้งสะท้อนทางอ้อมถึงโอกาสในการชนะการประกวดราคาได้มากกว่าเฉลี่ยกลุ่มฯ เนื่องจากมีความได้เปรียบเรื่องต้นทุน

2) ปัญหา Cost overrun น้อย: เป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญต่อความน่าเชื่อถือของบริษัทรับเหมาฯ ทั้งในแง่ผู้ว่าจ้าง และนักลงทุน (ถ้าเกิดบ่อย คุณภาพ-ความน่าเชื่อถือของงบการเงินจะมีน้อย) โดยตลอด 3 ปีที่ผ่านมา (2561-63) กลุ่มบริษัทฯ ส่งมอบงานก่อสร้างได้ตามกำหนด (และดีกว่ากำหนด) สัดส่วนมากกว่า 90% และที่ล่าช้าส่วนใหญ่เกิดจากเหตุสุดวิสัยที่ไม่เกี่ยวข้องกับบริษัท และได้รับการผ่อนผัน ทั้งนี้ ส่วนที่เกิดค่าปรับจากการส่งมอบงานล่าช้าไม่เกิน 0.05% ของรายได้รวม

Figure 13 : เปรียบเทียบอัตรากำไรขั้นต้น



Source: Company data

เงิน IPO ครั้งนี้จะใช้ไปกับการเพิ่มโอกาสใหม่ และลดต้นทุน-ค่าใช้จ่ายระยะยาว: โดยเงินส่วนใหญ่จะใช้ไปกับ 1) การซื้อเครื่องจักรใหม่ที่เพิ่มประสิทธิภาพการก่อสร้าง และรองรับการขยายตัวของงานในอุตสาหกรรม (กล่าวถึงในหัวข้อถัดไป) และ 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงินส่วนที่กู้ยืมมาเพื่อหมุนเวียนก่อนเริ่มโครงการขนาดใหญ่ก่อนหน้านี้ ซึ่งจะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจ่ายลงไปได้

แผนการลงทุนแสดงให้เห็นว่าบริษัทค่อนข้างให้ความสำคัญกับเรื่องลดต้นทุน และมองหานวัตกรรมใหม่ๆ ที่จะเพิ่มความได้เปรียบในการแข่งขัน และสร้างความพร้อมเข้าประกวดราคาโครงการใหญ่ๆ (ซึ่งจะออกมามาก และมีการแข่งขันที่สูง) ได้ในอนาคต

Figure 14 : วัตถุประสงค์ในการใช้เงินจากการ IPO

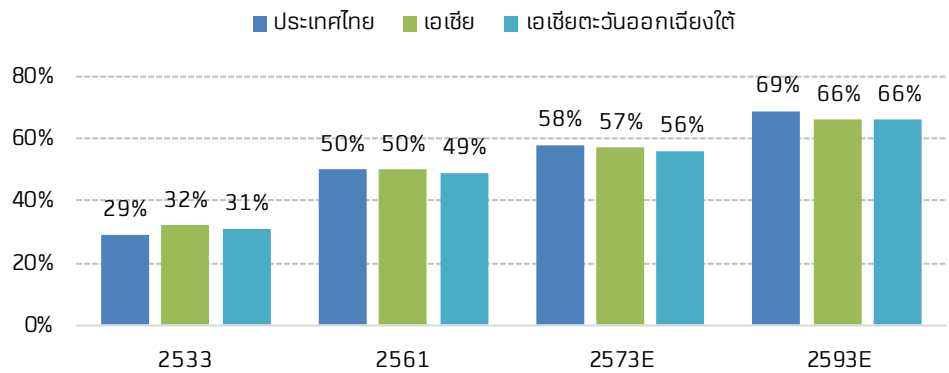
วัตถุประสงค์การใช้เงิน	ช่วงเวลา
1. เงินทุนสำหรับการลงทุนเพิ่มเติมในเครื่องจักรและอุปกรณ์สำหรับใช้ในโครงการก่อสร้าง	ปี 2565-66
2. ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน	ปี 2565-66
3. เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ (ถ้ามี)	ปี 2565-66

Source: หนังสือชี้ชวน

Positive #3—โอกาสมหัศจรรย์จากภาพอุตสาหกรรมก่อสร้างฯ ที่จะกลับมารุ่งเรืองอีกครั้ง

การขยายตัวของชุมชนเมือง (Urbanization) เป็นรากฐานการเติบโตของงานรับเหมา: ภาพรวมอุตสาหกรรมในระยะยาวสามารถอ้างอิงไปได้กับการขยายตัวของชุมชนเมือง ซึ่งจะทำให้มีการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานรองรับมากขึ้น ทั้งถนน ระบบระบายน้ำ ระบบราง และระบบไฟฟ้า เป็นต้น โดยหากอิงตามข้อมูลขององค์การสหประชาชาติ ระบุว่าอัตราความเป็นเมือง (Urbanization) ของไทยจะเพิ่มขึ้นจาก 50% ในปี 2561 เป็น 58% ในปี 2573 และ 69% ในปี 2593 ซึ่งหมายความว่ามีการก่อสร้างโครงการสำคัญๆ ยังจะมีออกมาต่อเนื่อง รวมถึงการซ่อมแซมหรือปรับปรุงโครงการเก่าที่อาจมีอายุการใช้งานมานานแล้วด้วย

Figure 15 : สัดส่วนชุมชนเมืองของประเทศไทย เทียบกับทวีปเอเชีย และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

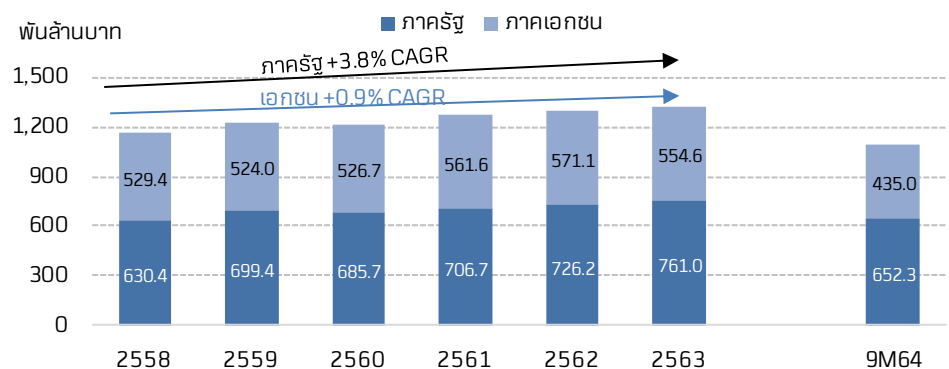


Source: World Urbanization Prospects 2018 ขององค์การสหประชาชาติ

อุตสาหกรรมก่อสร้างงานภาครัฐเติบโตได้ต่อเนื่อง: แม้ในปี 2563 จะมีสถานการณ์การระบาดของโควิด-19 แต่ก็พบว่าตัวเลขงานก่อสร้างของภาครัฐ ยังคงสูงที่ 7.61 แสนล้านบาท ในปี 2563 หรือ เพิ่มขึ้น 5% YoY (ส่วนทางภาคเอกชนที่ลดลง 3% YoY) และในงวด 9M64 อยู่ที่ 6.52 แสนล้านบาท หรือคิดเป็นกว่า 86% ของมูลค่าปี 2563 แล้ว

เราคาดว่าอย่างน้อยๆ มูลค่าการก่อสร้างภาครัฐควรจะเติบโตได้เฉลี่ย 3-5%/ปี ช่วงปี 2565-66 (ค่าเฉลี่ยปี 2558-63 อยู่ที่ 3.8%/ปี CAGR) และยังมีอานิสงส์เพิ่มจากการเร่งระบายโครงการค้างท่อออกมาหลังจากสถานการณ์การระบาดของโควิด-19 คลี่คลายลง และโอกาสการปิดเมือง (Lockdown) น้อยลง เนื่องจากการกระจายวัคซีนไปค่อนข้างมากกว่าในอดีตแล้ว ช่วยลดความรุนแรงของโรค ดังนั้น ในภาพใหญ่เราเชื่อว่ารัฐบาลจะกลับมาเข้าสู่โหมดการกระตุ้นเศรษฐกิจ และการผลักดันการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ (เป็นหนึ่งในเครื่องมือสำคัญ) ออกมาต่อเนื่องในช่วงอย่างน้อย 1-3 ปีนี้

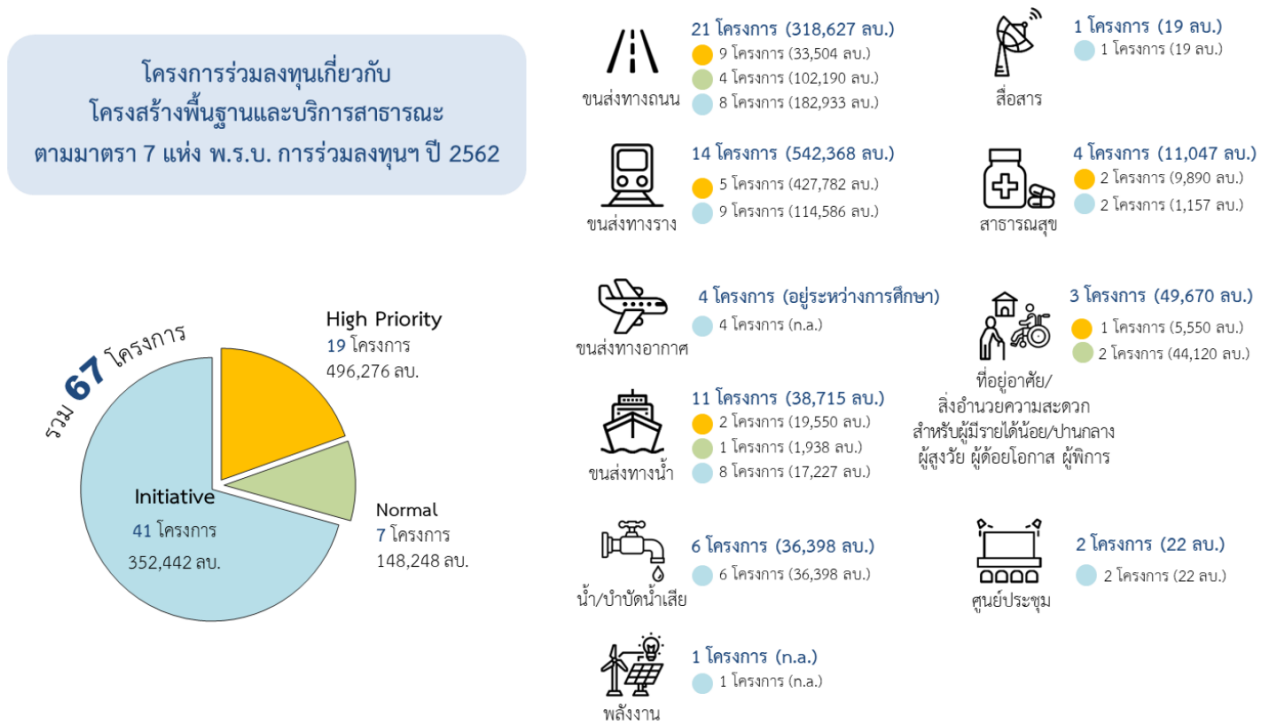
Figure 16 : มูลค่างานก่อสร้างแบ่งเป็นภาครัฐและเอกชน



Source: สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (ข้อมูล ณ วันที่ 15 พฤศจิกายน 2564)

ภาครัฐเตรียมแผนโครงการ PPP ไร้พรมแดน: จากแผนจัดทำโครงการร่วมลงทุนภาครัฐและเอกชน (PPP) ระหว่างปี 2563 ถึงปี 2570 (ฉบับปรับปรุงเมื่อเดือนสิงหาคม 2564) พบว่ามีการเตรียมแผนลงทุนไว้กว่า 67 โครงการ มูลค่าการลงทุนรวม 9.97 ล้านล้านบาท (Figure 17) หากพิจารณาตามประเภท และเป็นงานที่กลุ่ม CIVIL มีโอกาสเข้าประกวดราคาและได้งานสูง แบ่งเป็น ประเภทงานทาง ทั้งหมด 21 โครงการ รวม 3.2 แสนล้านบาท เป็นงานที่มีความสำคัญและจำเป็นเร่งด่วน (High priority) 9 โครงการ 3.4 หมื่นล้านบาท, งานทางรถไฟ 14 โครงการ รวม 5.4 แสนล้านบาท เป็นงาน High priority กว่า 5 โครงการ มูลค่ากว่า 4.2 แสนล้านบาท เช่น รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก และสีม่วงใต้, รถไฟฟ้าภูเก็ต และสงขลา เป็นต้น งานระบบจัดการน้ำ 6 โครงการ 3.6 หมื่นล้านบาท เร่งด่วน 2 โครงการ 2 หมื่นล้านบาท ส่วนงานสนามบินมี 4 โครงการ (อยู่ระหว่างศึกษา) ซึ่ง CIVIL เองก็มีโอกาสเข้าไปรับงานทั้งทางตรงจากเจ้าของโครงการ และรับเหมาช่วงต่อผู้ชนะการประมูล หรือแม้แต่การเข้าร่วมทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ เพื่อเข้าประมูลงานโครงการเหล่านี้ด้วย

Figure 17 : แผนจัดทำโครงการร่วมลงทุนภาครัฐและเอกชน (PPP) ระหว่างปี 2563 ถึงปี 2570 (ฉบับปรับปรุง ส.ค. 2564)



Source: สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (ฉบับเดือนสิงหาคม 2564)

โครงการ EEC กำลังจะกลับมาเดินหน้าต่อ...สร้างความคึกคักให้อุตสาหกรรมรับเหมา: หลังจากที่โครงการเกี่ยวโยงโครงการเขตพัฒนาเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ที่สำคัญหลายโครงการได้ผู้ชนะการประกวดราคาเป็นเจ้าของโครงการลงทุน และ/หรือผู้ร่วมลงทุน PPP กับภาครัฐแล้ว (มูลค่ารวมกว่า 6.3 แสนล้านบาท, ณ 30 มิ.ย. 2564) เช่น รถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน และสนามบินอุตะเถาและเมืองการบินภาคตะวันออก และโครงการต่อเนื่องที่จะมีออกมาอีกในอนาคต รวมทั้งยังมีโอกาสจากการลงทุนก่อสร้างของภาคเอกชนส่วนอื่นๆ เช่น โครงสร้างพื้นฐานนิคมอุตสาหกรรมเกิดใหม่ในพื้นที่ EEC อาทิ ถนน ระบบบำบัดน้ำของ ที่ล้วนแล้วแต่เป็นงานถนัดของ CIVIL ทั้งสิ้น

งานทางหลวงจะออกมาเกือบ 3 แสนล้านบาทในปีหน้า: เมื่อวันที่ 15 ต.ค. 2564 (อิงตามข่าวจากกรุงเทพธุรกิจ) กระทรวงคมนาคมได้แถลงนโยบายการขับเคลื่อนการพัฒนาโครงข่ายถนนมอเตอร์เวย์ และทางพิเศษในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑล จำนวน 8 โครงการ มูลค่ารวม 2.62 แสนล้านบาท เป็นโอกาสเชิงบวกต่อ CIVIL ที่เป็นเชี่ยวชาญงานเหล่านี้มาก และโครงการที่จะประมูลส่วนใหญ่จะเริ่มงานปี 2565-66 ไปสิ้นสุดงานช่วงปี 2568-70 ซึ่งจะเสมือนงานใหม่ที่จะเข้ามาต่อยอดงานทางใน Backlog เดิมที่จะทยอยส่งมอบจนครบในช่วงปี 2565-66

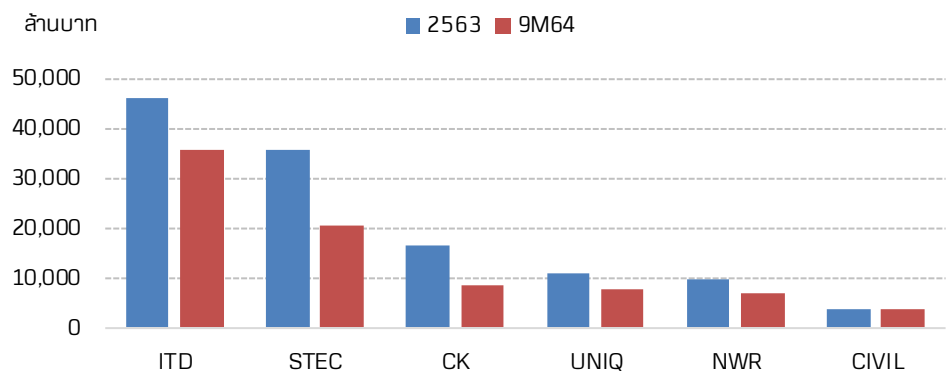
Figure 18 : แผนการขับเคลื่อนการพัฒนาโครงข่ายถนนมอเตอร์เวย์ และทางพิเศษในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑล

โครงการ	ระยะทาง (กิโลเมตร)	วงเงินลงทุน (พันล้านบาท)	ปีก่อสร้าง	รูปแบบการลงทุน
1. มอเตอร์เวย์ M82 สายบางขุนเทียน-บ้านแพ้ว ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว (มีผู้ชนะประมูลแล้ว)	25	32.22	2564 - 2567	เงินกองทุนมอเตอร์เวย์: งานโยธา เอกชน: PPP Gross งานระบบและ O&M
2. มอเตอร์เวย์ M9 วงแหวนตะวันตก ช่วงบางขุนเทียน-บางบัวทอง	36	56.04	2565 - 2568	เอกชน: PPP Net งานระบบและ O&M
3. มอเตอร์เวย์ M5 ส่วนต่อขยายทางยกระดับอุตราภิมุข ช่วงรังสิต-บางปะอิน	22	27.80	2566 - 2569	เอกชน: PPP Gross งานระบบและ O&M
4. โครงข่ายเชื่อมต่อ M6 สายบางปะอิน-นครราชสีมา กับ ทล. 32	4.28	4.70	2566 - 2568	รัฐ: งานโยธา และงานระบบและ O&M
5. มอเตอร์เวย์ M7 ทางยกระดับช่วงศรีนครินทร์-สุวรรณภูมิ	18	29.55	2567 - 2570	รัฐ: งานโยธา เอกชน: PPP Gross งานระบบและ O&M
6. มอเตอร์เวย์ M8 สายนครปฐม-ชะอำ ช่วงนครปฐม-ปากท่อ	63	51.76	2567 - 2570	รัฐ: งานโยธา เอกชน: PPP Gross งานระบบและ O&M
7. ทางพิเศษ ชั้นที่ 3 สายเหนือ ตอน N1 และ N2	18.4	37.87	2565 - 2570	รัฐ: งานโยธาและงานระบบ และ O&M
8. ทางพิเศษ ส่นต่อขยายสายฉลองรัช ช่วงจตุโชติ-ถนนวงแหวนรอบที่ 3	17	21.92	2567 - 2570	รัฐ: งานโยธาและงานระบบ และ O&M

Source: www.bangkokbiznews.com วันที่ 15 ตุลาคม 2564

CIVIL คือบริษัทรับเหมาฯ ที่อยู่ในจุดที่เร่งการเติบโตได้แรง: เมื่อเปรียบเทียบขนาดของรายได้จากธุรกิจรับเหมาของ CIVIL กับคู่แข่งรายใหญ่กว่าในอุตสาหกรรม จะพบว่ามีโอกาสขยายการเติบโตได้มากกว่า เนื่องจากฐานรายได้เต็มปี 2563 ที่ 3.8 พันล้านบาท ยังต่ำกว่าของได้แก่ ITD STEC CK UNIQ และ NWR ที่ 9.9-46.2 พันล้านบาทอยู่มาก หรือมองอีกด้านหนึ่งคือ CIVIL ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก เมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่รับงานคล้ายคลึงกัน (เน้นงานโยธา) ที่มีชื่อเสียงและจดทะเบียนในตลาดแล้ว ด้วยความพร้อมรับงานโครงการใหญ่ใหม่ๆ หลังระดมทุน IPO ทั้งนี้ ในงวด 9M64 ก็ได้พิสูจน์แล้วว่า CIVIL อยู่ในช่วงขาขึ้นของธุรกิจ และมุ่งหน้าเติบโตจริงจิ่ง โดยรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างเติบโตกว่า 30% YoY สวนทางกับภาพรวมของคู่แข่งรายกลาง-ใหญ่ ทั้ง 5 บริษัทที่ลดลง 8% YoY

Figure 19 : เปรียบเทียบขนาดรายได้จากงานรับเหมาฯ ของ CIVIL กับผู้เล่นรายใหญ่ในอุตสาหกรรม



Source: Company data, SETSMART, Bualuang Research

Positive #4—พิสูจน์ผลงาน 9M64 ว่าผ่านจุดต่ำสุดมาแล้ว

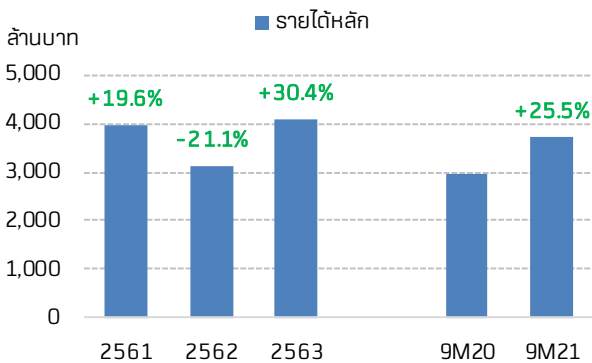
ปี 2561-63 เป็นช่วงเปลี่ยนผ่านสู่โครงสร้างการเติบโตรอบใหม่: กำไรสุทธิลดลงจากจุดสูงสุดที่ 333.2 ล้านบาทในปี 2561 เป็น 140.7 ล้านบาท ในปี 2562 และ 86.9 ล้านบาทในปี 2563 หากไม่รวมกำไรพิเศษจากการปรับลดหนี้สินค้างงานก่อสร้างที่ VCEC (บริษัทร่วมทุนในขณะนั้น) ได้รับยกเว้นจากเจ้าหนี้ 24.27 ล้านบาท ในปี 2562 และกำไรจากการโอนสิทธิใน VCEC (ซึ่งมีหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์) ให้บุคคลอื่น 19.13 ล้านบาท กำไรหลักปี 2562-63 จะอยู่ที่ 116.4 และ 67.8 ล้านบาท ตามลำดับ ลดลงเช่นเดียวกับกำไรสุทธิ จาก 1) ปี 2561-62 มีการจำหน่าย Segment เป็นล็อตใหญ่ให้กับผู้รับเหมารายหนึ่ง ซึ่งให้ GP ที่สูงกว่าปกติด้วย (ปัจจุบันเป็นการใช้สำหรับโครงการของ CIVIL) และ 2) ปี 2561 มีการส่งมอบโครงการใหญ่ เช่น ทางแยกต่างระดับห้าแยกนาคกระจ่าย มอเตอร์เวย์ บางปะอิน-โคราช และนิคมอุตสาหกรรมยางพารา ซึ่งมี GP ที่สูง (โดยเฉพาะมอเตอร์เวย์ฯ) และ 3) ปี 2562 เป็นช่วงเริ่มงานโครงการใหม่ (ซึ่งปกติจะยังรับรายได้น้อย) คือ โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีน ช่วงสี่คิ้ว-กุดจิก และทางหลวงหมายเลข 3901 ซึ่งในปีต่อมา (2563) ก็เข้าสู่ช่วงการรับรู้รายได้โดยมีนัยสำคัญทำให้รายได้เพิ่มขึ้นมาอย่างมีนัยสำคัญแล้ว

...แต่ผลงาน 9M64 พิสูจน์แล้วว่าผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว: กำไรสุทธิ-หลัก 9M64 อยู่ที่ 170 ล้านบาท โดยคิดเป็นกำไรสุทธิและหลักเติบโต 160% YoY และ 267% YoY ตามลำดับ จากรายได้หลักเติบโต 26% YoY ตามการทยอยส่งมอบงานโครงการสำคัญที่มีความคืบหน้าเพิ่มขึ้น คือ งานสนามบินจังหวัดตรังและระนอง และทางหลวงหมายเลข 3901 ซึ่งงานสนามบินและงานทางมี GP มากกว่างานทางรถไฟ ทำให้ GP ก็ปรับเพิ่มขึ้นจาก 9.5% ใน 9M63 เป็น 11.1% ใน 9M64 ด้วย

นอกจากนี้ หากพิจารณาเป็นรายไตรมาส พบว่ารายได้หลักปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 3Q63 เป็นต้นมา แสดงให้เห็นทิศทางการก่อสร้างโครงการใน Backlog ที่เริ่มต่อเนื่องและเข้าสู่ช่วงที่สำคัญมากขึ้น และกำไรหลักก็มีทิศทางปรับเพิ่มขึ้นตั้งแต่ 2Q64 เป็นต้นมา

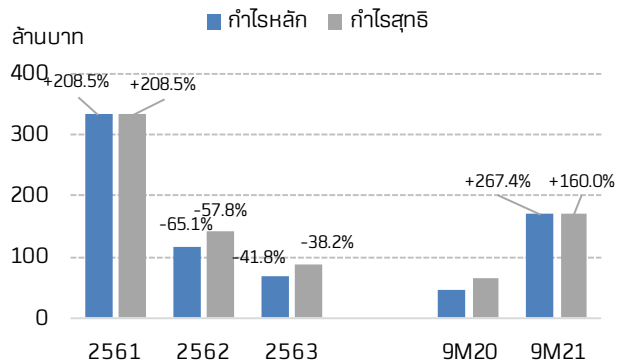
ดังนั้น ในเบื้องต้นเราคาดว่ากำไรหลักใน 4Q64 จะเติบโต YoY และ QoQ สู่ 60-65 ล้านบาท หนุนโดยจากทั้งการกลับมาเร่งงานโครงการบางแห่งที่ชะลอช่วงลือคดาวน์ 3Q63 และการรับรู้รายได้งานสนามบินทั้ง 2 แห่งช่วงท้าย และความคืบหน้างานที่มากขึ้นของโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย

Figure 20 : รายได้หลักปี 2561-63 และ 9M63, 9M64



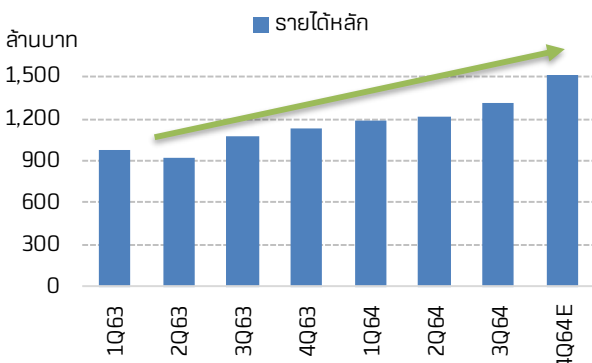
Sources: Company data

Figure 21 : กำไรหลักและกำไรสุทธิ ปี 2561-63 และ 9M63, 9M64



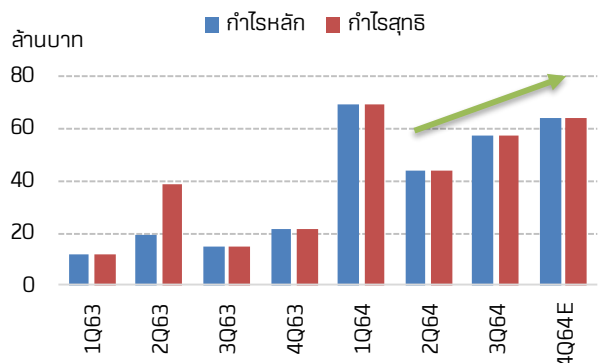
Sources: Company data

Figure 22 : รายได้หลักรายไตรมาส



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 23 : กำไรหลัก-สุทธิรายไตรมาส



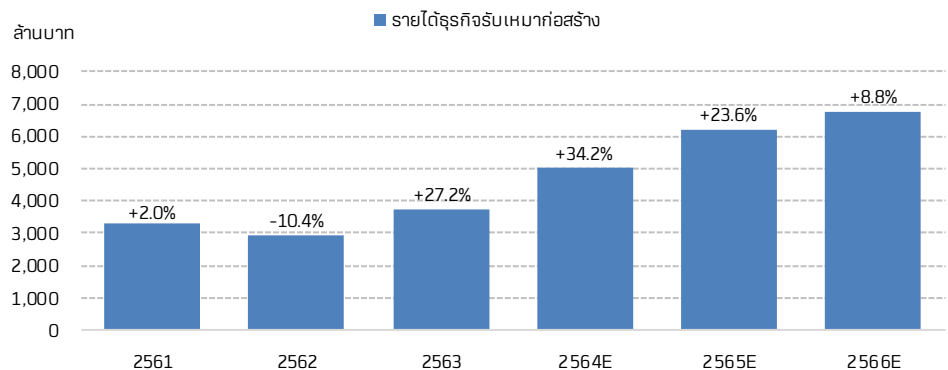
Sources: Company data, Bualuang Research

Positive #5—รายได้และกำไรเติบโตแข็งแกร่งและมีอู่ไฟชัดเจนที่หวังได้

คาดการณ์งานใหม่ 5 พันล้านบาท/ปี: โดยเราให้สมมติฐานการเข้าลงนามสัญญางานใหม่มูลค่ารวม 5 พันล้านบาท/ปี (ในปี 2561-64 ทำได้จริง 3.0, 9.9, 2.5 และ 4 พันล้านบาท ตามลำดับ แม้จะเป็นช่วงปีที่โครงการใหญ่ถูกเลื่อนหลายโครงการ) และประมาณการการรับรู้รายได้เพียง 10% ในปีแรก และเพิ่มขึ้นเป็น 30%/ปี ในปีถัดมา 2-4 ปี

รายได้ธุรกิจรับเหมา: เราคาดการณ์รายได้จากงานรับเหมาก่อสร้างในปี 2564 ที่ 5 พันล้านบาท (เติบโต 34% YoY) โดยโครงการหลักได้แก่ รถไฟความเร็วสูง (ทั้ง 2 ช่วง) สนามบินตรัง และลำปาง และทางหลวงหมายเลข 3901 ในปี 2565 ที่ 6.2 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้น 25% YoY) โครงการหลักได้แก่ รถไฟความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย ทางหลวงหมายเลข 3901 และคลองระบายน้ำฯ จังหวัดนครศรีธรรมราช และในปี 2566 ที่ 6.8 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้น 9% YoY) โครงการหลักได้แก่ รถไฟความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย ทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญาที่ 1 ทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญาที่ 1 และทางหลวงพิเศษหมายเลข 82 ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว จากการรับรู้รายได้โครงการรถไฟความเร็วสูงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ภาพรวมสัดส่วนการรับรู้รายได้งานทางรถไฟจะเพิ่มขึ้นจากอย่างมีนัยสำคัญจาก 30% ในปี 2564 เป็น 45-55% ช่วงปี 2565-66

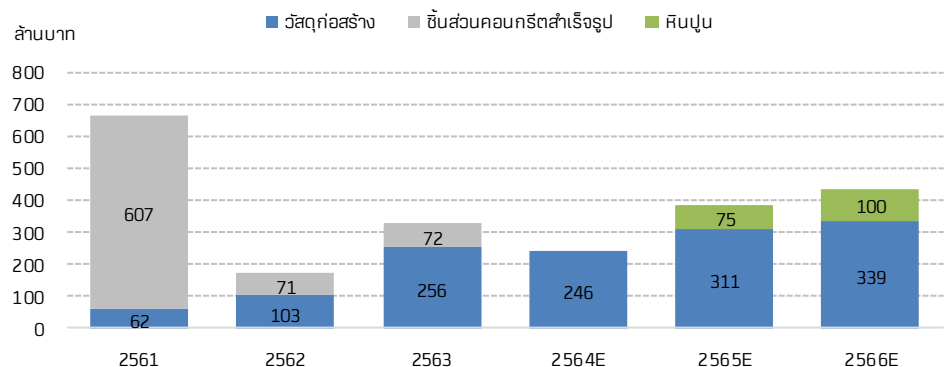
Figure 24 : คาดการณ์รายได้จากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง



Source: Company data และ Bualuang research

รายได้จากการขายวัสดุก่อสร้างและหินปูน: เราคาดการณ์รายได้จากการขายวัสดุก่อสร้างในปี 2564-66 ที่ 246, 386 และ 439 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10%/ปี (CAGR 2564-66) อ้างอิงจากสมมติฐานรายได้การขายให้ผู้รับเหมาช่วง 5% ของรายได้รับเหมา หรือคิดเป็น 246, 311 และ 339 ล้านบาท ตามลำดับ และส่วนเพิ่มจากการเริ่มต้นขายผลิตภัณฑ์หินปูนจากเหมืองใน 2Q65 (ตามแผนงานบริษัทคาดว่าจะเริ่มภายใน 1H65) โดยคาดการณ์ได้ 75 ล้านบาท ในปี 2565 และ 100 ล้านบาท ในปี 2566 (อ้างอิงจากค่าเฉลี่ยตามสัญญาที่ได้กำหนดยอดขายขั้นต่ำให้กับผู้รับเหมาดำเนินงานเหมืองหินปูน ต้องไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท ในระยะ 3 ปีแรก และ 500 ล้านบาท ตลอดระยะเวลาสัญญา 5 ปี)

Figure 25 : คาดการณ์รายได้จากการขาย

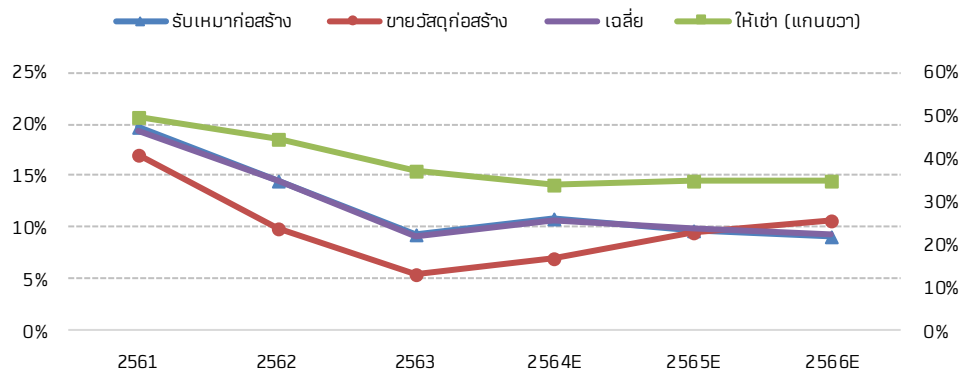


Source: Company data และ Bualuang research

อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจก่อสร้าง: เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้น (GP) งานรับเหมาก่อสร้างในปี 2564-66 อยู่ที่ 10.8%, 9.7% และ 9.1% ตามลำดับ เหตุที่คาดการณ์ลดลงทุกปีเป็นไปตามสัดส่วนประเภทงาน (Project mixed) โดยจะมีรายได้จากงานทางรถไฟ ซึ่งมีอัตรากำไรต่ำสุด เมื่อเทียบประเภทอื่นๆ ที่เพิ่มขึ้นจากราว 30-35% ในปี 2021 เป็น 45-50% ในปี 2022 และ 50-55% ในปี 2023 จากความคืบหน้างานก่อสร้างงานรถไฟความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย ที่จะเพิ่มขึ้นเป็นขั้นบันได รวมทั้งงานก่อสร้างสนามบินที่มีอัตรากำไรสูง (ราว 12-15%) สัดส่วนลดลงหลังส่งมอบงานจบช่วงปี 2564-65

อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายวัสดุก่อสร้าง: เราคาดว่า GP จากการขายวัสดุก่อสร้างและผลิตภัณฑ์จากเหมืองหินปูนจะเพิ่มขึ้นจาก 7%, 9.5% และ 10.7% ตามลำดับ จากสัดส่วนยอดขายหินปูนที่เพิ่มขึ้น (ซึ่งผลิตภัณฑ์ดังกล่าวมี GP สูงถึง 20% ยิ่งตามสัญญาที่จะจ่ายค่าจ้างให้กับผู้รับเหมาที่ 80% ของรายได้)

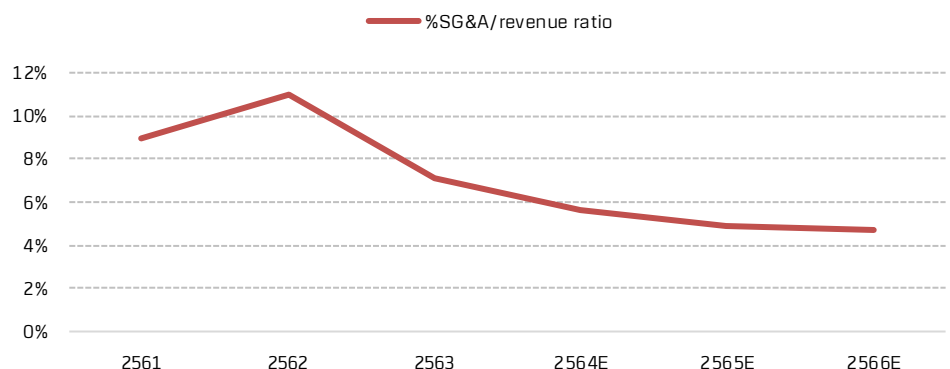
Figure 26 : คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น



Sources: Company data และ Bualuang research

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้: เราให้สมมติฐานค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5%/ปี (CAGR 2564-66) สาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายคงที่ (ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่) เช่น ค่าพนักงาน เพิ่มขึ้น และบริษัทมีกลยุทธ์ควบคุมค่าใช้จ่าย และนำเทคโนโลยีมาปรับใช้ในการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน (ลงทุนครั้งเดียวรองรับการเติบโตรายได้อีกหลายปี) ทำให้เมื่อเข้าสู่ช่วงรับรู้รายได้งานโครงการใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเราคาดการณ์หลักของบริษัทเติบโตเฉลี่ย 21%/ปี (CAGR 2564-66) ส่งผลบวกต่อสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/revenue ratio) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 7.1% ในปี 2563 เป็น 5.6% ในปี 2564, 4.9% ในปี 2565 และ 4.7% ในปี 2566

Figure 27 : คาดการณ์ SG&A/revenue ratio

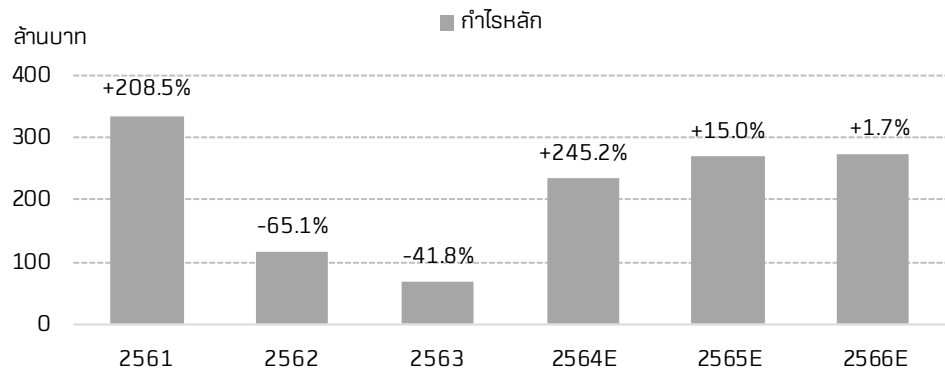


Sources: Company data และ Bualuang research

กำไรสุทธิ-กำไรหลัก: เราคาดการณ์กำไรปี 2564-66 ที่ 233, 269 และ 273 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 59%/ปี (CAGR 2564-66) จากฐานต่ำในปี 2563 ปัจจัยหนุนมาจากรายได้เสริมที่เพิ่มขึ้นตามความคืบหน้าของงานรายได้จากการขายที่เพิ่ม และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ที่ลดลงต่อเนื่องจากการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้น (GP) คาดผันแปรไปตามสัดส่วนของประเภทงานที่รับรู้แต่ละงวด แต่ภาพรวมยังรักษาในระดับ 9.1-10.8% ได้ในช่วงปี 2564-66 ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิปี 2561-64 อยู่ที่ 3.8-4.4% ตามประมาณการแบบอนุรักษ์นิยมของเรา (เทียบกับตัวเลขจริง 4.6% ใน 9M64)

...มองโอกาสอัปเดตเปิดกว้างจาก 1) ชนะการประกวดราคาโครงการใหม่มากกว่าคาด จาก CIVIL มีการเตรียมความพร้อมเรื่องเครื่องจักร และฐานเงินทุนใหม่ รับประทานที่หากภาครัฐกลับมาเร่งงานประมูลโครงการขนาดใหญ่ออกมาอย่างจริงจัง โดยเฉพาะในพื้นที่เศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก หรือ EEC ที่เจ็บไปช่วงโควิด-19 และ 2) โอกาสบริหารต้นทุนได้ดีกว่าคาด จากการนำเทคโนโลยีเข้ามาใช้ และ Economy of Scale จากงานที่มากขึ้น และโรงงานวัสดุเดินเครื่องจนเต็มกำลัง ทำให้อัตรากำไรสูงกว่าที่คาดไว้แบบอนุรักษ์นิยม และ 3) การเริ่มทำธุรกิจใหม่ๆ เช่น บริหารงานโครงการ (Project management)

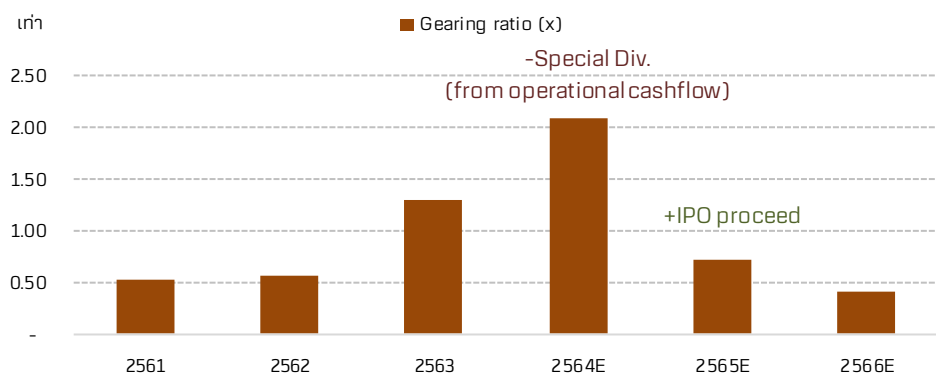
Figure 28 : คาดการณ์กำไรหลักและกำไรสุทธิ



Sources: Company data และ Bualuang research

Gearing ratio ลดลงกลับสู่ปกติหลัง IPO: อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (Gearing ratio) อยู่ที่ 1.7 เท่า ณ 30 ก.ย. 2564 (เพิ่มจาก 1.3 เท่า ณ สิ้นปี 2563 และ 0.6 เท่า ณ สิ้นปี 2562) เนื่องจากมีการกู้ยืมเงินมาหมุนเวียนเพื่อเตรียมงานก่อสร้างขนาดใหญ่อย่างรวดเร็วสูง และคาดว่าอยู่ที่ 2.1 เท่า ณ สิ้นปี 2564 เนื่องจากจะมีการจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้นเดิม 180 ล้านบาท ใน 4Q64 (ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงตามกำไรสะสมที่ลดลง) โดยจะใช้เงินจากการดำเนินธุรกิจในการจ่าย แต่หลังได้รับเงินจากการเสนอขายหุ้น IPO ครั้งนี้ บริษัทจะนำเงินส่วนหนึ่งไปชำระหนี้สินกับสถาบันการเงิน และสามารถเบิกเงินค่าก่อสร้างได้ตามงวดงาน จะทำให้ Gearing ratio ปรับลดลงมาอยู่ที่ 0.7 เท่า ณ สิ้นปี 2565

Figure 29 : คาดการณ์ Gearing ratio



Sources: Company data และ Bualuang research

ความเสี่ยงที่สำคัญ

- 1) **ความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในการดำเนินธุรกิจขึ้นกับโครงการที่กลุ่มบริษัทฯ ปรารถนาได้ (Project – Based Performance) และการพึ่งพางานภาครัฐ** เนื่องจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างมีลักษณะการรับรายได้จากงานที่ดำเนินการ ซึ่งส่วนมากต้องมีการประกวดราคากับลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชนมาให้ได้งานก่อน และต้องรับรายได้-เบิกจ่ายเงินตามความคืบหน้าของงาน ดังนั้น ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดจึงขึ้นอยู่กับความต่อเนื่องของงานที่ประกวดราคาได้ และความคืบหน้างาน นอกจากนี้ ปัจจุบันกลุ่มบริษัทพึ่งพารายได้จากงานภาครัฐเป็นส่วนใหญ่ จึงมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายและงบประมาณการลงทุนภาครัฐ รวมไปถึงการมีข้อพิพาทต่างๆ ที่กระทบต่อการขาดคุณสมบัติเข้าประกวดราคาด้วย
- 2) **ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง** เป็นธรรมชาติของธุรกิจรับเหมา ที่มีการแข่งขันด้านราคาที่สูง ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของโครงการ โดยเฉพาะการประกวดราคาโครงการขนาดใหญ่ ซึ่งมีมูลค่าสูง เป็นที่สนใจของผู้ประกอบการรายใหญ่ทั้งบริษัทในไทยและจากต่างประเทศ ที่มีความได้เปรียบด้านเทคโนโลยี ต้นทุน และแรงงาน นอกจากการแข่งขันด้านราคาแล้ว ยังมีประเด็นการโต้แย้งหรืออุทธรณ์การประกาศผลผู้ชนะ ทำให้ขั้นตอนยืดเยื้อออกไป หรือต้องเริ่มการประกวดราคาใหม่ได้
- 3) **ความเสี่ยงจากต้นทุนก่อสร้างสูงกว่าที่ประมาณ (Cost overrun) และการส่งมอบงานล่าช้ากว่ากำหนด** โดยสัญญาก่อสร้างส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะระบบราคาต่อหน่วยไว้ก่อนแล้ว จึงมีความเสี่ยงกรณีต้นทุนก่อสร้างจริงสูงกว่าที่ประมาณการไว้ครั้งแรก ปัจจัยที่สำคัญเกิดจาก 1) ราคาวัสดุก่อสร้างผันผวนอย่างมีนัยสำคัญ เช่น เหล็ก น้ำมัน ซีเมนต์ และยางมะตอย อย่างไรก็ตาม งานภาครัฐส่วนใหญ่มีกำหนดค่า K ไว้เพื่อปรับสูตรราคาก่อสร้างที่เบิกได้ ในกรณีต้นทุนวัสดุก่อสร้างผันผวนมาก 2) ปริมาณการใช้วัสดุก่อสร้างมากกว่าแผน จึงต้องใช้เทคโนโลยีในการติดตามและลดความเสี่ยง นอกจากนี้ ยังอาจมีค่าปรับ (แล้วแต่กรณี) จากเจ้าของโครงการในกรณีที่ส่งมอบงานล่าช้า ซึ่งอาจเกิดจากทั้งความล่าช้าของผู้ว่าจ้าง (เช่น ส่งมอบพื้นที่ช้า) ผู้รับเหมาช่วงทำงานเสร็จล่าช้า หรือภัยธรรมชาติ-เหตุสุดวิสัยต่างๆ ในปี 2561-63 ที่ผ่านมามีค่าปรับฯ คิดเป็นสัดส่วนน้อยกว่า 0.05% ของรายได้ และ 2% ของกำไรสุทธิ
- 4) **ความเสี่ยงจากการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วง** ซึ่งคิดเป็นต้นทุนในสัดส่วน 41-46% ในปี 2561-63 และ 9M64 ที่ผ่านมามีความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ได้แก่ 1) ปัญหาขาดแคลนผู้รับเหมาช่วงที่มีคุณภาพ 2) ความล่าช้าและคุณภาพของงานผู้รับเหมาช่วงไม่ตรงตามมาตรฐานที่กำหนด ทำให้ไม่สามารถส่งมอบงานได้ ทั้งนี้ บริษัทได้ทำสัญญาแบบ Back-to-back เป็นส่วนใหญ่ เพื่อให้สามารถเรียกเก็บเงินค่าปรับจากผู้รับเหมาช่วงต่อได้ในกรณีผิดสัญญา และ 3) เกิดข้อพิพาทจากการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วง ซึ่งในปกติแล้วบริษัทจะมีข้อกำหนดไม่ให้ผู้รับเหมาช่วงทำการจ้างช่วงต่อ ยกเว้นได้รับความยินยอม
- 5) **ความเสี่ยงจากการจัดหาแรงงานได้เพียงพอและทันเวลา** เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ต้องพึ่งพาแรงงานเป็นหลัก จึงอาจมีช่วงเวลาที่เกิดปัญหาการขาดแคลนแรงงาน เช่น ช่วงการระบาดของโควิด-19 ที่ผ่านมามีการควบคุมการเข้าออกประเทศ ส่งผลต่อการเดินทางเข้ามาทำงานของแรงงานต่างด้าว เป็นต้น และอาจก่อให้เกิดปัญหาด้านต้นทุนเพิ่มจากการต้องเพิ่มค่าแรงในอัตราที่สูงขึ้น
- 6) **ความเสี่ยงจากการเข้าร่วมในกิจการร่วมค้ากับบุคคลภายนอก** จะเกิดขึ้นในกรณีที่ผู้ร่วมทุนเกิดปัญหาไม่สามารถปฏิบัติตามพันธสัญญาได้ ถูกเรียกค่าปรับจากเจ้าของโครงการ หรืออาจมีปัญหาด้านการเงิน-สถานะคล่อง อาจทำให้บริษัทต้องมีส่วนในการรับผิดชอบ ทั้งนี้ กลุ่มบริษัทได้วิเคราะห์ประวัติ คุณสมบัติ และข้อมูลต่างๆ ของผู้ร่วมทุนเพื่อลดความเสี่ยง
- 7) **ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง** อาจเกิดจาก 1) กรณีที่บริษัทดำเนินโครงการไปแล้ว แต่ยังไม่สามารถเรียกชำระได้ อาจเนื่องจากการรอรอบเบิกจ่าย การแก้ไขเพิ่มเติมนอกเหนือสัญญา การรอส่งมอบงานงวดสุดท้าย และ 2) ความล่าช้าในการเบิกจ่ายเงินของโครงการภาครัฐ และ 3) เกิดเหตุการณ์สุดวิสัยที่ต้องมีค่าใช้จ่ายเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ความเสี่ยงเหล่านี้จะต้องบริหารกระแสเงินสด และใช้วงเงินทุนหมุนเวียนจากสถาบันการเงินช่วย
- 8) **ความเสี่ยงจากการพึ่งพา/ความเกี่ยวข้องกับคู่ถือหุ้นรายใหญ่** ทั้งในแง่การบริหารงาน (เป็นผู้บริหารหลัก) การเช่าที่ดินและพื้นที่อาคารเพื่อประกอบธุรกิจ การให้บุคคลค้าประกัน และ/หรือใช้ที่ดินของคู่ถือหุ้นใหญ่ค้ำประกันวงเงินกู้ยืมของบริษัท ทั้งนี้ มีบางส่วนที่ได้ทำข้อตกลงในการถอนหลักประกันภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENDEL	CPALL	DTAC	EGOO	GLOBAL	GPSC	IRPC
KBANK	KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TOP	WHA	ESSO	CKP
STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CPF	CFN	HANA	HMPRO	I/L	OSP	SAWAD	THANI
BANPU	BCH	BTS	CK	SCC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	RATCH	VGI	PRM	SCGP	TQM
COM7	DOHOME	JMT	CHG	TMB	BAM	BCP	BCPG	AP	KTB	BPP	KKP	OR	BEM	GUNKUL
LH	EA	SPALI	RBF	EPG	ICHI	PTL	STGT	TKN	DELTA	MAJOR	MEGA	ACE	JMART	BEC
SYNEX	QH													

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
CIVIL	CIVIL HENG

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited (“BLS”). BLS is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”).

Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through BLS. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither BLS nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report’s preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

BLS may rely on information barriers, such as “Chinese Walls” to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of BLS.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by BLS with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of BLS and BLS accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.