

DECEMBER 29, 2021

มูลค่าพื้นฐานปี 2022: 5.50 บาท

ราคา IPO: n.a. บาท



## Share data

Reuters / Bloomberg	CIVIL.BK / CIVIL TB
ตลาด	SET
ทุนเรียกชำระแล้ว หลัง IPO (ล้านหุ้น)	700.00
ทุนเรียกชำระแล้ว ก่อน IPO (ล้านหุ้น)	500.00
ราคาพาร์ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิของงบเฉพาะกิจการ

## รายละเอียด IPO

จำนวนเสนอขาย IPO (ล้านหุ้น)	200.00
ราคาเสนอขาย (บาท)	na
วันที่หุ้นเข้าเริ่มซื้อขายวันแรก	na
Lead Underwriter	บมจ. หลักทรัพย์ บัวหลวง
Financial Advisor	บมจ. หลักทรัพย์ บัวหลวง

โครงสร้างผู้ถือหุ้น	Pre-IPO	Post-IPO
บริษัท อีควิตี้ซูบ โฮลดิ้ง จำกัด	90.00%	64.29%
ครอบครัวอีควิตี้ซูบ	8.00%	5.72%
คุณพิชชาพร สุขสถาพรพงศ์	1.5%	1.07%
ครอบครัววัฒนาโสภณ	0.5%	0.35%
จำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	-	28.57%

## วัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุน

ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์เพื่อใช้ในโครงการก่อสร้าง  
ชำระคืนเงินกู้สถาบันการเงิน และสำรองไว้เป็นทุนหมุนเวียน

## Note

**KTZ เป็นผู้ร่วมรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญ CIVIL และจะไม่สามารถเผยแพร่บทวิเคราะห์ได้ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2022 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ IPO**

พรศรั ลายสนิกเสร์กุล, no. 17621

phornsiril@ktzmico.com

02-624-6258

## การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพและยืดหยุ่นหนุนกำไร

CIVIL ผู้รับเหมาก่อสร้างที่มีลูกค้าหลักเป็นโครงการแนวราบจากภาครัฐ ด้วย Backlog รอรับรัฐรายได้ใน 2-3 ปีข้างหน้า เราคาดมีศักยภาพที่จะได้งานใหม่ 5-6 พันล้านบาท/ปี รวมทั้งประสิทธิภาพการบริหารจัดการที่ดี จึงคาดว่ากำไรต่อหุ้นใน 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตเฉลี่ย 34% ต่อปี เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2022E ที่ 5.50 บาท/หุ้น อิง PER 14 เท่า

## ผู้รับเหมาก่อสร้างที่มีลูกค้าหลักเป็นโครงการแนวราบจากภาครัฐ

CIVIL ดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นรายได้หลักราว 95% ของรายได้รวม โดยลูกค้าหลักของ CIVIL จะเป็นโครงการในแนวราบจากภาครัฐ นอกจากนี้บริษัทต่อยอดไปอีก 2 ธุรกิจ ได้แก่ (1) ธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง และ (2) ธุรกิจให้เช่าอาคารสำนักงาน และเครื่องจักรและอุปกรณ์ก่อสร้างให้แก่ผู้รับเหมาช่วงของบริษัท

## Backlog แข็งแรง มีงานในมือ 16.87 พันล้านบาท ทอยรับรัฐรายได้ถึงปี 2024E

ปัจจุบันบริษัทมีมูลค่างานตามสัญญา 16,873.04 ล้านบาท ณ พ.ย 2021 (โดย ณ วันที่ 30 กันยายน 2021 บริษัทมีมูลค่าของงานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ 12,726.28 ล้านบาท และในระหว่างเดือน ต.ค.- พ.ย. 2021 บริษัทได้ลงนามในสัญญารับเหมาก่อสร้างเพิ่มเติมหรือหน่วยงานเจ้าของโครงการได้ประกาศผู้เสนอราคาต่ำสุดจำนวน 4,146.76 ล้านบาท) ซึ่งเบื้องต้นบริษัทคาดว่าจะทอยรับรัฐรายได้ในช่วงปี 2022-24E ซึ่งเป็นการสร้างความมั่นคงของการรับรัฐรายได้บางส่วนไปใน 2-3 ปีข้างหน้า เราคาดบริษัทจะมีงานใหม่ทยอยรับเข้ามาเพิ่มงานในมือราว 5-6 พันล้านบาท/ปี

## คาดการณ์กำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 34% ต่อปี

เราคาด CIVIL จะมีกำไรสุทธิเติบโตในอัตราเฉลี่ย 50% ต่อปี ในช่วง 3 ปีข้างหน้า จาก 87 ล้านบาท ในปี 2020 เป็น 290 ล้านบาท ในปี 2023E (โดยคาดการณ์กำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 34% ต่อปี จากจำนวนหุ้นเพิ่มทุนเพื่อ IPO) โดยกำไรสุทธิปี 2021E มีอัตราเติบโต 1.6 เท่า เป็น 226 ล้านบาท และจะโตต่อเนื่องอีก 22% เป็น 274 ล้านบาท ในปี 2022E และ 6% เป็น 290 ล้านบาท ในปี 2023E จากมูลค่างานในมือที่รอรับรัฐรายได้ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า

## Financial Valuations

FY Ended 31 Dec	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales (Btmn)	3,140	4,095	5,090	6,359	6,894
Core Profit (Btmn)	141	87	226	274	290
Net Profit (Btmn)	141	87	226	274	290
Core EPS (Bt)	0.28	0.17	0.45	0.39	0.41
Core EPS growth (%)	-58%	-38%	160%	-13%	6%
EPS (Bt)	0.28	0.17	0.45	0.39	0.41
EPS growth (%)	-58%	-38%	160%	-13%	6%
Dividend (Bt)	0.50	0.68	0.18	0.16	0.17
BV (Bt)	2.02	2.12	1.53	2.64	2.90
PER (x)	16.00	25.89	9.97	11.48	10.85
EV/EBITDA (x)	na	3.42	6.57	5.38	4.84
PBV(x)	2.23	2.12	2.94	1.70	1.55
Dividend yield (%)	11.11%	15.11%	4.01%	3.48%	3.69%
ROE (%)	13.2%	8.4%	24.7%	21.0%	15.0%
Net gearing (%)	cash	103.1%	170.9%	17.5%	10.0%

## บทสรุปการลงทุน และการประเมินมูลค่าพื้นฐาน

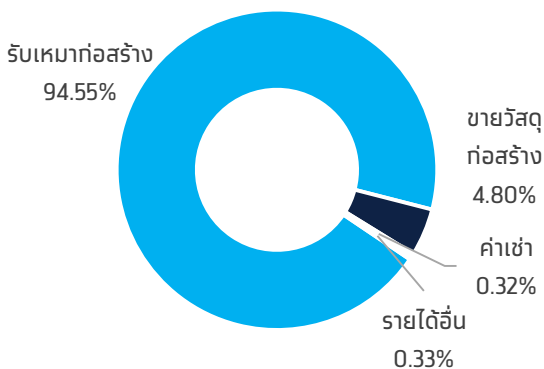
### ผู้รับเหมาก่อสร้างที่มีลูกค้าหลักเป็นโครงการแนวราบจากภาครัฐ

CIVIL ดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นรายได้หลักราว 95% ของรายได้รวม และได้ต่อยอดไปอีก 2 ธุรกิจ ได้แก่ (1) ธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง ซึ่งปัจจุบันโรงงานผลิตชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป (Segment) ที่สระบุรี ผลิตเพื่อให้สำหรับโครงการก่อสร้างของบริษัท และการจำหน่ายวัสดุก่อสร้างต่าง ๆ ให้แก่ผู้รับเหมาช่วงของบริษัท และ (2) ธุรกิจให้เช่า ซึ่งโดยหลักจะเป็นการให้เช่าอาคารสำนักงานจำนวน 1 แห่ง (อาคาร CEC ตั้งอยู่ใกล้ถนนวิภาวดีรังสิตและสถานีรถไฟฟ้าวัดเสมียนนารี ปัจจุบันมีอัตราเช่า 96.74% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมด 3,952.7 ตร.ม.) และเช่าเครื่องจักรและอุปกรณ์ก่อสร้างให้แก่ผู้รับเหมาช่วงของบริษัท

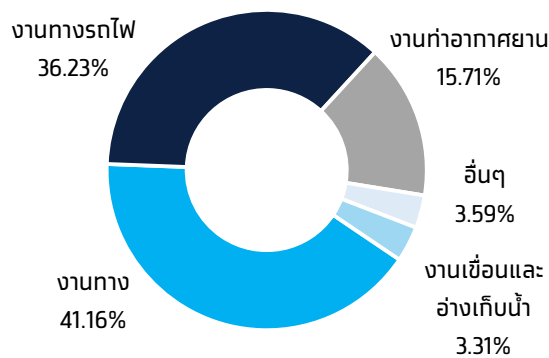
ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างของ CIVIL โดยหลักจะเป็นโครงการในแนวราบ เช่น งานทาง งานทางรถไฟ งานท่าอากาศยาน และงานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ ซึ่งโครงการที่อยู่ระหว่างการดำเนินการเป็นการรับงานโดยตรงจากเจ้าของโครงการทั้งหมดซึ่งเป็นหน่วยงานรัฐ ยกเว้นโครงการรถไฟทางคู่ช่วงช่วงบางสะพานน้อย-ชุมพร ที่เป็นการรับเหมาช่วงจากกิจการร่วมค้า เอสทีทีพี ซึ่งเป็นโครงการก่อสร้างทางรถไฟโครงการแรกที่ CIVIL ดำเนินการ อีกทั้ง การเข้ารับงานก่อสร้างจะเป็นทั้งในรูปแบบการเข้าประกวดราคาเอง และการรับช่วงงานจากบริษัทรับเหมาก่อสร้างเอกชนขนาดใหญ่รายอื่นในโครงการที่บริษัทเห็นว่ามีความเหมาะสมทั้งด้านขนาดโครงการ สถานที่ และอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

Figure 1: โครงสร้างรายได้และกลุ่มลูกค้า

#### สัดส่วนรายได้ตามประเภทธุรกิจ



#### สัดส่วนรายได้ก่อสร้างตามประเภทงาน



Source: CIVIL

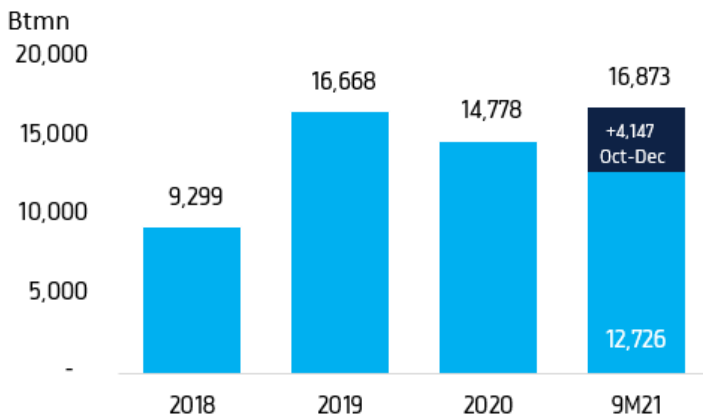
### CIVIL เป็นผู้รับเหมาชิ้นพิเศษงานก่อสร้างทางจากหน่วยงานราชการต่าง ๆ

CIVIL ได้รับการขึ้นทะเบียนเป็นผู้รับเหมาอันดับสูงสุดในงานทางในหลายหน่วยงานราชการที่เป็นลูกค้าของบริษัท อาทิ กรมบัญชีกลาง กรมทางหลวง และกรมโยธาธิการและผังเมือง เป็นต้น แสดงให้เห็นถึงการเป็นที่ยอมรับจากหน่วยงานราชการต่าง ๆ จากคุณภาพ ความสามารถในการรับงานก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่เพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง และมีความรู้และความเข้าใจในระบบการดำเนินงานของหน่วยงานภาครัฐ อีกทั้ง การรับงานก่อสร้างจากหน่วยงานภาครัฐยังมีอุปสรรคในการเข้าถึงธุรกิจก่อสร้างกับหน่วยงานภาครัฐที่สูง เนื่องจากผู้รับเหมาก่อสร้างจะต้องเป็นผู้รับเหมาก่อสร้างที่ได้รับการจัดอันดับตามที่กำหนดในประกาศขอบเขตงาน (TOR) และมีผลงานอ้างอิงสะสม ซึ่งจำเป็นต้องใช้เวลาในการสั่งสมผลงานเป็นระยะเวลายาวนานและต่อเนื่อง ดังนั้นการที่ CIVIL ได้รับการขึ้นทะเบียนให้เป็นผู้รับเหมาอันดับสูงสุด จึงได้เปรียบในการเข้าประกวดราคาในโครงการขนาดใหญ่และซับซ้อนได้ โดยระยะเวลาในการก่อสร้างงานทางโดยเฉลี่ยอยู่ที่ระหว่าง 2 ปีถึง 3 ปี ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับระยะทางและความซับซ้อนของโครงการ

### Backlog แข็งแรง มีงานในมือ 16.87 พันล้านบาท ททยอมรับรายได้ถึงปี 2024E

ปัจจุบันบริษัทมีมูลค่างานตามสัญญา 16,873.04 ล้านบาท ณ พ.ย. 2021 (โดย ณ วันที่ 30 กันยายน 2021 บริษัทมีมูลค่าของงานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ 12,726.28 ล้านบาท และในระหว่างเดือน ต.ค. - พ.ย. 2021 บริษัทได้ลงนามในสัญญารับเหมาก่อสร้างเพิ่มเติมหรือหน่วยงานเจ้าของโครงการได้ประกาศผู้เสนอราคาต่ำสุดจำนวน 4,146.76 ล้านบาท โดยกิจการร่วมค้า ยูเอ็น-ซีซี (CCSP และ UNIQ) มีส่วนได้เสียในกิจการร่วมค้า ยูเอ็น-ซีซี 30% และ 70% ได้ลงนามในสัญญารับเหมาก่อสร้างโครงการทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญาที่ 1 และโครงการก่อสร้างทางหลวงพิเศษหมายเลข 82 ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว ตอน 8 (โดยบริษัทย่อยของ CIVIL ทั้ง 2 บริษัท) ซึ่งเบื้องต้นบริษัทคาดว่าจะทยอยรับรายได้ในช่วงปี 2022-24E ซึ่งเป็นการสร้างความมั่นคงของการรับรายได้บางส่วนไปใน 2-3 ปีข้างหน้า และคาดว่าบริษัทจะมีงานใหม่ทยอยรับเข้ามาเพิ่มงานในมือต่อเนื่องราว 5-6 พันล้านบาท/ปี

Figure 2: Backlog เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ



Source: CIVIL

Figure 3: มูลค่างานตามสัญญา และมูลค่างานในมือที่คาดว่าจะทยอยรับรายได้ใน 2 ปีข้างหน้า

โครงการ	คู่สัญญา	ระยะเวลาการดำเนินการ	มูลค่าสัญญา <sup>1</sup> (ล้านบาท)	ความคืบหน้าของโครงการ (ร้อยละ)	มูลค่าของงานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ (ล้านบาท)
<b>โครงการที่ดำเนินการโดยบริษัท</b>					
1. โครงการทางหลวงหมายเลข 3246	กรมทางหลวง	ท.พ. 62 – พ.ย. 64 <sup>2</sup>	518.44	84.97	62.5
2. โครงการทางหลวงหมายเลข 3901 สายคูขนวนวงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร	กรมทางหลวง	มี.ย. 62 – ม.ค. 65	1,095.40	85.41	159.81
3. โครงการทางหลวงหมายเลข 304	กรมทางหลวง	ต.ค. 62 – ธ.ค. 65 <sup>3</sup>	1,185.25	18.99	960.13
4. โครงการทางหลวงหมายเลข 3901 สายทางบริการด้านนอกของทางหลวงหมายเลข 9 ตอน 2	กรมทางหลวง	ท.ย. 63 – ธ.ค. 65	621.12	32.07	421.94
5. โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย	การรถไฟแห่งประเทศไทย	ท.พ. 64 – ท.พ. 67	8,000.00	4.91	7,607.06
6. โครงการถนนลาดยางแอสฟัลติกคอนกรีตสาย อย 2039 แยกทางหลวงหมายเลข 33 - บ.ไถ่จัน	กรมทางหลวงชนบท พระนครศรีอยุธยา	ท.พ. 64 – มี.ย. 64 <sup>4</sup>	14.39	50.94	7.61
<b>โครงการที่ดำเนินการโดย CCSP</b>					
7. โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ ช่วงบางสะพานน้อย-ชุมพร	กิจการร่วมค้าเอสทีทีพี	ท.พ. 61 – เม.ย. 65	1,842.64	80.44	360.5
8. โครงการทางหลวงหมายเลข 3701	กรมทางหลวง	ม.ค. 62 – ท.ค. 64 <sup>5</sup>	524.94	72.29	145.47
9. โครงการอ่างเก็บน้ำคลองสังข์	กรมชลประทาน	มี.ค. 62 – ท.ย. 64 <sup>6</sup>	393.11	59.97	157.35
10. โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูง ช่วงสีคิ้ว-ภูดึก	การรถไฟแห่งประเทศไทย	เม.ย. 62 – พ.ค. 64 <sup>7</sup>	2,911.73	85.61	419.07
11. โครงการพัฒนาคูน้ำริมถนนวิภาวดีรังสิต	กรมทางหลวง	ท.ค. 62 – มี.ย. 65	540.38	61.22	209.57
12. โครงการท่าอากาศยานจังหวัดตรัง	กรมท่าอากาศยาน	ส.ค. 62 – ต.ค. 64 <sup>8</sup>	634.02	91.09	56.47
13. โครงการบ่อพักและท่อร้อยสายไฟฟ้าใต้ดินถนนวิภาวดีรังสิต ระยะที่ 2 ตอนที่ 2	การไฟฟ้านครหลวง	พ.ค. 63 – ท.พ. 65	74.56	27.98	53.69
14. โครงการวางท่อประปาและงานที่เกี่ยวข้อง	การประปานครหลวง	ท.ย. 63 – พ.ค. 65	23.05	39.11	14.03

## ถนนวิภาวดีรังสิต ตอน 2

โครงการ	คู่สัญญา	ระยะเวลาการดำเนินการ	มูลค่าสัญญา <sup>1</sup> (ล้านบาท)	ความคืบหน้าของโครงการ (ร้อยละ)	มูลค่าของงานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ (ล้านบาท)
15. โครงการทางหลวงหมายเลข 3901 สายทางบริการด้านนอกของทางหลวงหมายเลข 9 ตอน 1	กรมทางหลวง	ต.ค. 63 – ม.ค. 66	632.3	26.28	466.16
16. โครงการพัฒนาพื้นที่เฉพาะเมืองอ่าวนาง	กรมโยธาธิการและผังเมือง	พ.ย. 63 – พ.ย. 65	133.94	30.23	93.45
17. โครงการถนนลาดยางแอสฟัลติกคอนกรีต สาย อย 4055 แยกทางหลวงหมายเลข 3267 - บ้านตาลเอน	กรมทางหลวงชนบท พระนครศรีอยุธยา	มี.ค. 64 - ต.ค. 64 <sup>9</sup>	42.01	94.42	2.34
18. โครงการก่อสร้างสะพานลอยเดินเท้า (Skywalk) สายสีเขียว Phase I	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	เม.ย. 64 - ม.ค. 65	63.55	63.55	39.8
19. โครงการก่อสร้างระบบป้องกันน้ำท่วมพื้นที่ชุมชนบ้านลาดระยะที่ 1 อำเภอบ้านลาด จังหวัดเพชรบุรี	กรมโยธาธิการและผังเมือง	มี.ย. 64 - ก.ค. 66	119.95	119.95	119.75
<b>โครงการที่ดำเนินการโดย THE</b>					
20. โครงการท่าอากาศยานจังหวัดหัวหิน	กรมท่าอากาศยาน	ก.ย. 63 – ส.ค. 65	224.2	8.08	206.09
21. โครงการท่าอากาศยานจังหวัดลำปาง	กรมท่าอากาศยาน	ม.ค. 64 - ธ.ค. 65	214.82	15.42	181.69
<b>โครงการที่ดำเนินการโดยกิจการร่วมค้า CPN</b>					
22. โครงการคลองระบายน้ำและอาคารประกอบ จังหวัดนครศรีธรรมราช	กรมชลประทาน	ส.ค. 64 – พ.ค. 67	982.351	-	982.35
<b>รวมโครงการที่ได้เข้าทำสัญญาแล้ว ณ วันที่ 30 กันยายน 2564</b>			<b>23,360.39</b>		<b>12,726.28</b>
<b>โครงการที่ได้เข้าทำสัญญา หรือหน่วยงานเจ้าของโครงการได้ประกาศผู้เสนอราคาต่ำสุดเพิ่มเติมระหว่างวันที่ 1 ตุลาคม 2564 ถึงวันที่ 30 พฤศจิกายน 2564</b>					
23. ระบบป้องกันน้ำท่วม โครงการพัฒนาพื้นที่เขตเศรษฐกิจพิเศษ จังหวัดตราด	กรมโยธาธิการและผังเมือง	780 วัน หลังจากได้รับแจ้งให้เริ่มงาน	162.99	-	162.99
24. โครงการก่อสร้างสะพานลอยเดินเท้า (Skywalk) สายสีน้ำเงิน เชื่อมระบบขนส่งมวลชนเพื่อสาธารณประโยชน์	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	ต.ค. 64 – ส.ค. 65	137.97	-	137.97
25. โครงการทางพิเศษสายพระราม 3 สัญญาที่ 1	การทางพิเศษแห่งประเทศไทย กระทรวงคมนาคม	1020 วัน หลังจากได้รับแจ้งให้เริ่มงานภายใน 7 วัน	2,060.75	-	2,060.75
26. โครงการก่อสร้างทางหลวงพิเศษหมายเลข 82 ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว ตอน 812	กรมทางหลวง	1080 วัน หลังจากได้รับแจ้งให้เริ่มงาน	1,785.05	-	1,785.05
<b>รวม</b>			<b>28,835.32</b>		<b>16,873.04</b>

Source: CIVIL

**รับงานที่มีความหลากหลายทั้งประเภทและขนาดโครงการ เพื่อบริหารอัตรากำไร**

บริษัทรับงานที่มีความหลากหลายทางด้านขนาดโครงการ ณ วันที่ 30 กันยายน 2021 โครงการก่อสร้างที่อยู่ระหว่างการดำเนินการมีมูลค่าระหว่าง 14.39 ล้านบาท ถึง 8,000 ล้านบาท เช่น โครงการทางหลวงหมายเลข 3901 สายคู่ขนานวงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูง ช่วงสีคิ้ว-กุดจิก โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูง ช่วงสระบุรี-แก่งคอย โครงการท่าอากาศยานจังหวัดตรัง และโครงการคลองระบายน้ำและอาคารประกอบ จังหวัดนครศรีธรรมราช เป็นต้น ด้วยความหลากหลายของขนาดโครงการจะทำให้บริษัทสามารถบริหารจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่จะมีการแข่งขันสูง (มูลค่าสูง อัตรากำไรต่ำ) ขณะที่โครงการขนาดเล็ก-กลางมีการแข่งขันด้านราคาที่น้อยกว่า (มูลค่าน้อย อัตรากำไรสูง) ดังนั้นการสร้างสมดุลของขนาดโครงการของบริษัท ไม่เพียงแต่จะเพิ่มคามมีเสถียรภาพของอัตรากำไร แต่ยังกระจายความเสี่ยงของรายได้และทำให้บริษัทมีงานก่อสร้างต่อเนื่องซึ่งจะทำให้บริหารจัดการทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

Figure 4: โครงการก่อสร้าง

(ล้านบาท)	งานทาง	งานทางรถไฟ	งานท่าอากาศยาน	งานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ	อื่น ๆ	รวม
จำนวนโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง	11	3	3	2	7	26
มูลค่าโครงการ	8,614	12,754	1,073	1,376	1,123	28,835
Backlog	6,165	8,387	444	1,140	739	16,873
ตัวอย่างโครงการสำคัญ	<ul style="list-style-type: none"> <li>โครงการทางพิเศษสาบพระราม 3 สัญญาที่ 1</li> <li>Motorway สาย 82 ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว ตอน 8</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>รถไฟความเร็วสูง ช่วงสีคิ้ว-กุดจิก และช่วงสระบุรี-แก่งคอย</li> <li>รถไฟทางคู่ ช่วงบางสะพานน้อย-ชุมพร</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ท่าอากาศยานจังหวัดตรัง, หัวหิน และลำปาง</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>อ่างเก็บน้ำคลองสังข์</li> <li>คลองระบายน้ำ และอาคารประกอบจังหวัดนครศรีธรรมราช</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>พัฒนาคูน้ำริมถนนวิภาวดีรังสิต</li> <li>สะพานลอยเดินเท้าของ PTT</li> </ul>	

Source: CIVIL

### มีโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างใช้เองหมุนอุตราทำไร

CIVIL มีโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างหลัก 5 ประเภท (ชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป คอนกรีตผสมเสร็จ แอสฟัลต์ติกคอนกรีต ท่อระบายน้ำคอนกรีต และราวเหล็กลูกฟูก) ซึ่งเป็นวัสดุก่อสร้างหลักสำหรับโครงการก่อสร้างของกลุ่มบริษัท กระจายอยู่ใน 4 จังหวัด ได้แก่ สระบุรี กระบี่ ตรัง และอยุธยา เพื่อใช้ในการก่อสร้างในบริเวณใกล้เคียงกับโรงงานผลิต ทำให้ CIVIL มีความได้เปรียบด้านต้นทุนวัตถุดิบจากการอยู่ใกล้กับแหล่งวัตถุดิบและต้นทุนการขนส่งจากการอยู่ใกล้กับโครงการก่อสร้างหลัก ซึ่งจะเห็นได้จากการที่บริษัทมีกำไรขั้นต้นจากการรับเหมาก่อสร้างเพิ่มขึ้นในปี 2018 ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ของโรงงานผลิตชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูปตั้งแต่กลางปี 2017 และใช้ในโครงการก่อสร้างทางของกลุ่มบริษัท นอกจากนี้ CIVIL ได้สร้างโรงงานผลิตแผ่นราวกันตกคอนกรีตสำเร็จรูป (Parapet) ที่ใช้ในการทาง ซึ่งเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์เมื่อ 4Q20 ด้วยกำลังการผลิตประมาณ 80 ถึง 100 ชิ้น/วัน ช่วยลดการพึ่งพิงบุคคลภายนอก ลดต้นทุนวัสดุก่อสร้าง และขยายธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง เนื่องจากในการสร้างทางจำเป็นต้องใช้กำแพงกันถนนเป็นจำนวนมาก

### แผนการเสนอขายหุ้นใหม่

CIVIL เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนครั้งแรก (IPO) จำนวน 200 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 1 บาท) คิดเป็น 28.57% ของทุนเรียกชำระแล้วหลัง IPO ที่ 700 ล้านหุ้น เงินที่ได้จากการระดมทุน จะนำไปซื้อเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ใช้ในโครงการก่อสร้าง ชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงิน และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนกิจการ

### ประเมินมูลค่าเหมาะสม 5.50 บาท/หุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CIVIL ไว้ที่ 5.50 บาท/หุ้น อิงกับ PER 14 เท่า ของประมาณการกำไรต่อหุ้นในปี 2022E เทียบกับค่า PER ของกลุ่มผู้รับเหมาก่อสร้างที่ 16 เท่า โดยประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ CIVIL ที่ PER 14 เท่า คิดเป็น PEG ประมาณ 0.4 เท่า ของอัตราเติบโตของกำไรต่อหุ้นในระยะ 3 ปีข้างหน้าเฉลี่ยที่ 34% ต่อปี

Figure 5: การประเมินมูลค่า CIVIL

PER multiple (x)	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00
2022 TP (Bt)	4.70	5.10	5.50	5.88	6.27

Source: Estimated by KTZ Research

## ผลการดำเนินงานและแนวโน้ม

### ผลการดำเนินงาน 9M21 เพิ่มขึ้น 160% แรงหนุนจากรายได้และอัตรากำไร

ผลประกอบการของ CIVIL เติบโตแกร่งใน 9M21 โดยทำกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 160% YoY เป็น 170 ล้านบาท สอดคล้องกับงานในมือที่ส่งผลให้บริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้น 26% YoY โดยหลักมาจากความคืบหน้าของโครงการงานท่าอากาศยาน ได้แก่ โครงการท่าอากาศยานจังหวัดตรัง และโครงการท่าอากาศยานจังหวัดระนอง และโครงการงานทาง เช่น โครงการทางหลวงหมายเลข 3901 สายคูขนานวงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร และโครงการทางหลวงหมายเลข 3901 สายทางบริการด้านนอกของทางหลวงหมายเลข 9 ตอน 1 และตอน 2 และโครงการทางหลวงหมายเลข 304 อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 10.9% จาก 9.3% ใน 9M20 จากการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนรายได้จากการรับเหมาต่อสร้างจากงานทางและงานท่าอากาศยาน ซึ่งเป็นงานที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่มากกว่างานรถไฟ

Figure 6: ผลประกอบการ 9M21

Profit and Loss (Btmn)											YTD	
Year-end 31 Dec	3Q20	2Q21	3Q21	% YoY	% QoQ	9M20	9M21	% YoY	2020	2021E	% YoY	(% of 2021E)
Sales & services revenue	1,071	1,221	1,320	23.3	8.2	2,967	3,723	25.5	4,095	5,090	24.3	73.2%
Gross profit	95	115	143	50.9	24.0	275	408	48.1	371	553	48.9	73.7%
EBITDA	183	112	137	(24.9)	22.6	248	402	62.5	319	542	69.6	74.3%
Interest expenses	-2	-2	-1	(30.0)	(25.5)	-6	-5	(20.8)	-9	-6	(33.1)	82.9%
Other income	3	3	6	99.6	81.8	34	13	(60.6)	37	20	(45.5)	66.9%
Income tax	-3	-3	-11	222.1	283.9	-13	-33	146.7	-20	-46	136.5	70.4%
Extraordinary Items	0	0	0	nm	nm	0	0	nm	0	0	nm	nm
Gn (Ls) from affiliates	-3	0	0	nm	nm	-2	0	nm	0	0	nm	nm
Minority interests	0	0	0	nm	nm	0	0	nm	0	0	nm	nm
Net profit (loss)	15	44	57	291.1	31.3	65	170	160.0	87	226	159.8	75.4%
Core profit (loss)	15	44	57	291.1	31.3	65	170	160.0	87	226	159.8	75.4%
Reported EPS (Bt)	0.03	0.09	0.11	291.1	31.3	0.13	0.34	160.0	0.17	0.45	159.8	75.4%
Gross margin (%)	8.8%	9.4%	10.8%			9.3%	10.9%		9.1%	10.9%		
EBITDA margin (%)	17.0%	9.2%	10.4%			8.3%	10.8%		7.8%	10.6%		
Net margin (%)	1.4%	3.6%	4.3%			2.2%	4.6%		2.1%	4.4%		
Current ratio (x)	na	0.87	0.89			na	0.89		0.91	0.83		
Interest coverage (x)	94.1	61.4	100.9			39.4	80.9		35.6	90.2		
IBD / equity (x)	na	1.80	1.80			na	1.80		1.29	1.88		
BVPS (Bt)	na	1.74	1.86			na	1.86		2.12	1.53		
ROE (%)	na	18.1%	25.5%			na	25.2%		8.4%	24.7%		

Sources: CIVIL, KTZ Research

### คาดการณ์หุ้นเติบโตเฉลี่ย 34% ต่อปี ในปี 2020-2023E

เราคาดว่า CIVIL จะทำกำไรสุทธิเติบโตในอัตราเฉลี่ย 50% ต่อปี ในช่วง 3 ปีข้างหน้า จาก 87 ล้านบาท ในปี 2020 เป็น 290 ล้านบาท ในปี 2023E (โดยคาดการณ์กำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 34% ต่อปี จากจำนวนหุ้นเพิ่มทุนเพื่อ IPO) โดยทำกำไรสุทธิปี 2021E มีอัตราเติบโต 1.6 เท่า เป็น 226 ล้านบาท และจะโตต่อเนื่องอีก 22% เป็น 274 ล้านบาท ในปี 2022E และ 6% เป็น 290 ล้านบาท ในปี 2023E จากมูลค่างานในมือที่รอรับรู้รายได้ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า และการได้งานใหม่ราว 5-6 พันล้านบาท/ปี จึงคาดว่า CIVIL จะมีรายได้จากรธุรกิจโทรราว 14% ต่อปีจาก 4.1 พันล้านบาทในปี 2020 เป็น 6.9 พันล้านบาท ในปี 2023E ด้านอัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะอยู่ที่ 10.9%/10.5%/10.3% ในปี 2021/22/23E จากการบริหารจัดการต้นทุน รวมถึงความหลากหลายประเภทโครงการ ซึ่งโครงการขนาดใหญ่ทำให้มีรายได้เพิ่ม (แต่มีอัตรากำไรต่ำ) และโครงการประเภทต่างๆ ทำให้มีอัตรากำไรที่ดี

### ฐานะการเงินดีขึ้นหลัง IPO

CIVIL มีอัตราส่วนหนี้สิน (ที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย) ต่อทุน 1.80 เท่า ณ เดือน ก.ย. 2021 เราคาดว่าภาระหนี้สินเพิ่มทุนให้กับประชาชนทั่วไป เพื่อนำไปชำระคืนหนี้ระยะยาว และลงทุนซื้อเครื่องจักรอุปกรณ์ใหม่ รวมถึงเป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับธุรกิจสัดส่วน 40:40:20 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงจาก 1.88 เท่า ณ สิ้นปี 2021E เป็น 0.24 เท่า และ 0.17 เท่า ณ สิ้นปี 2022-23E

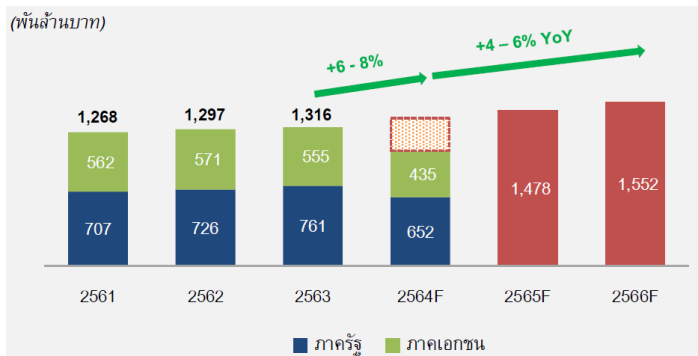
## ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน

### แนวโน้มธุรกิจก่อสร้างเติบโตเพราะเป็นหนึ่งในแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

ด้วยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานถือเป็นส่วนสำคัญของการลงทุนภาครัฐ จะทำให้เกิดการจ้างงาน และการซื้อวัสดุก่อสร้างและบริการ ทำให้มีเงินหมุนเวียนในประเทศมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้มีการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริเวณที่มีการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งเป็นปัจจัยช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและเร่งผลักดันการลงทุนภาคเอกชน ตลอดจนการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวม โดยมูลค่าก่อสร้างในปี 2020 รวม 1.32 ล้านล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ย 3.9% ต่อปีในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (2010-20) ซึ่งเป็นการเติบโตของการก่อสร้างของภาครัฐและเอกชน 4.56% และ 3.08% ตามลำดับ ทั้งนี้ ศูนย์วิจัยของธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) คาดการณ์มูลค่าก่อสร้างโต 4.0 – 6.0% ในปี 2022-23E จากการเติบโตของโครงการภาครัฐ 6.0 – 7.0% ต่อปี (จากโครงการเมกะโปรเจกต์ต่าง ๆ โดยโครงการก่อสร้างที่คาดว่าจะมีการเปิดประกวดราคาเพิ่มเติมที่เป็นของภาครัฐ เช่น โครงการขยายเส้นทางรถไฟฟ้าวางคู่ และรถไฟความเร็วสูง โครงการขยายสนามบินและโครงการทางถนน เป็นต้น) และการเติบโตของโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ภาคเอกชนที่คาดว่าจะมีแนวโน้มขยายตัวในอัตรา 2.0 – 2.5% ต่อปี (จากการก่อสร้างที่อยู่อาศัยใกล้กับรถไฟฟ้าในกรุงเทพมหานครและหัวเมืองใหญ่ รวมถึงการก่อสร้างโรงงานและนิคมอุตสาหกรรมในบริเวณเขตพัฒนาเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC)) ดังนั้นด้วยความเชี่ยวชาญในการรับเหมาก่อสร้างของ CIVIL จึงเชื่อมั่นว่ากลุ่มบริษัทอยู่ในสถานะที่ได้รับประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรม ซึ่งหนุนให้ CIVIL มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องในระยะยาว

Figure 7: ดำเนินธุรกิจอยู่ในอุตสาหกรรมก่อสร้างที่มีแนวโน้มเติบโตที่ดี และเป็นหนึ่งในแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ

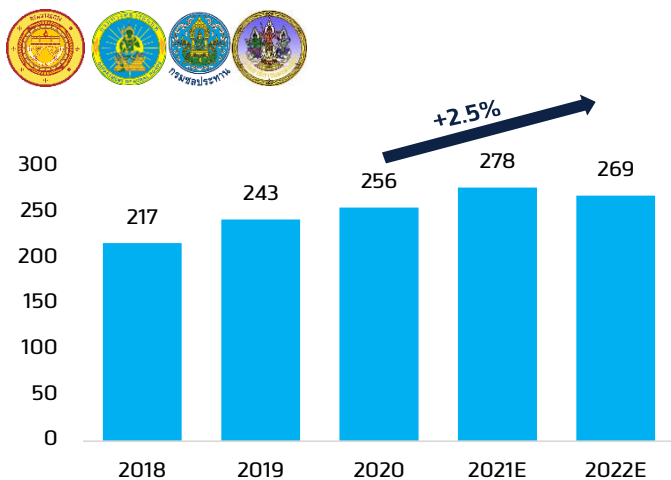
### มูลค่าการลงทุนก่อสร้างในประเทศที่เติบโตสูง



### การขับเคลื่อนโครงข่ายถนนมอเตอร์เวย์ และทางพิเศษเส้นทางใหม่ เสริมสร้างการเติบโตในอนาคตให้กับ CIVIL

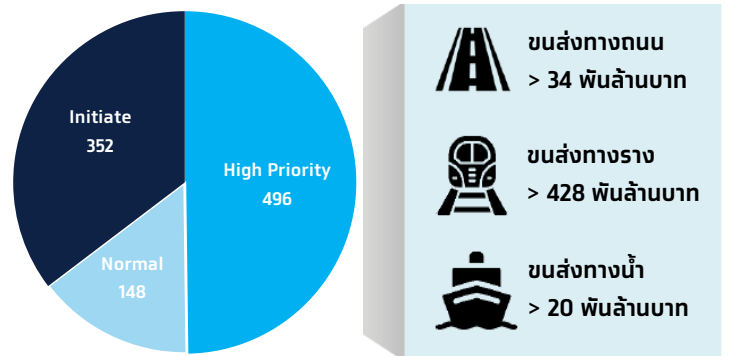
(พันล้านบาท)	ระยะทาง	วงเงินลงทุน	ปีก่อสร้าง	
1	มอเตอร์เวย์ MB2 สายบางขุนเทียน-บ้านแพ้ว ช่วงเอกชัย-บ้านแพ้ว	25	32,220	64-67
2	มอเตอร์เวย์ M9 วงแหวนตะวันตก ช่วงบางขุนเทียน-บางบัวทอง	35	56,035	65-68
3	มอเตอร์เวย์ M5 ส่วนต่อขยายทางยกระดับอรรถาภิษ ช่วงรังสิต-บางปะอิน	22	27,800	66-69
4	โครงการเชื่อมต่อ M6 สายบางปะอิน-นครราชสีมา กับ ทล.32	4.28	4,700	66-68
5	มอเตอร์เวย์ M7 ทางยกระดับช่วงศรีนครินทร์-สุพรรณภูมิ	18	29,550	67-70
6	มอเตอร์เวย์ M8 สายนครปฐม-ชะอำ ช่วงนครปฐม-ปากท่อ	63	51,760	67-70
7	ทางพิเศษขั้นที่ 3 สายเหนือ ตอน N1 และ N2	18.4	37,870	65-70
8	ทางพิเศษ ส่วนต่อขยายสายฉลองรัช ช่วงจตุจักร-ถนนวงแหวนรอบที่ 3	17	21,919	67-70

### งบประมาณลงทุนก่อสร้างของ 4 หน่วยงานหลัก



### โอกาสที่ยิ่งใหญ่ในโครงการ PPP ที่มีมูลค่าโครงการ > 10 ล้านล้านบาท

พันล้านบาท



- ขนส่งทางถนน**  
> 34 พันล้านบาท
- ขนส่งทางราง**  
> 428 พันล้านบาท
- ขนส่งทางน้ำ**  
> 20 พันล้านบาท

Source: CIVIL

## ปัจจัยเสี่ยง

### ความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในการดำเนินธุรกิจ ขึ้นกับโครงการที่กลุ่มบริษัทประกวดราคาได้

กลุ่มบริษัทมีรายได้หลักมาจากการให้บริการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานที่มีลักษณะแนวราบ ซึ่งได้แก่ งานทาง งานรถไฟ งานท่าอากาศยาน งานเขื่อน และอ่างเก็บน้ำ เป็นต้น ซึ่งมีลักษณะเป็นงานโครงการและมีที่มาจากการเข้าประกวดราคางานจากกลุ่มลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชน ดังนั้น รายได้ ผลประกอบการ และ/หรือกระแสเงินสดของกลุ่มบริษัทจะเปลี่ยนแปลงไปตามจำนวนโครงการที่ประกวดราคาได้ ระยะเวลาการก่อสร้างของแต่ละโครงการ ความคืบหน้าของงานก่อสร้าง และมูลค่างานที่ส่งมอบต่อเจ้าของโครงการ อย่างไรก็ตาม หากในอนาคต จำนวนโครงการที่เปิดให้มีการประกวดราคาในอุตสาหกรรมลดลงอย่างมีสาระสำคัญ และ/หรือกลุ่มบริษัทไม่สามารถประกวดราคาโครงการใหม่ ๆ ได้อย่างต่อเนื่อง จะส่งผลให้กลุ่มบริษัทเกิดความเสี่ยงที่จะมีรายได้ ผลประกอบการ และ/หรือกระแสเงินสดที่ขาดความต่อเนื่องและ/หรือมีความผันผวนได้

### ความเสี่ยงจากการที่รายได้ของกลุ่มบริษัทมาจากกลุ่มลูกค้าภาครัฐเป็นหลัก

รายได้จากการรับเหมาก่อสร้างของกลุ่มบริษัทในปี 2018-20 และใน 9M21 มาจากงานโครงการรัฐเป็นหลัก โดยเป็นงานโครงสร้างพื้นฐานแนวราบ ได้แก่ งานทาง งานรถไฟ งานท่าอากาศยาน งานเขื่อน และอ่างเก็บน้ำ จากหน่วยงานรัฐที่เป็นผู้ลงทุนในโครงการดังกล่าว ได้แก่ กรมทางหลวงและกรมทางหลวงชนบท การนิคมอุตสาหกรรม การรถไฟแห่งประเทศไทย และกรมท่าอากาศยาน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมูลค่าการลงทุนของภาครัฐในโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละช่วงเวลาจะเปลี่ยนแปลงไปจากหลายปัจจัย เช่น แผนงบประมาณ นโยบายของรัฐบาล สภาวะเศรษฐกิจและการเมืองภายในประเทศ เป็นต้น ดังนั้น หากงบประมาณการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐลดลงอย่างมีสาระสำคัญ หรือกรณีที่กลุ่มบริษัท มีข้อพิพาทกับลูกค้าดังกล่าว อันเป็นผลให้กลุ่มบริษัทไม่สามารถเข้าร่วมประกวดราคาโครงการใหม่ ๆ ของภาครัฐได้อย่างต่อเนื่อง จะส่งผลให้กลุ่มบริษัทเกิดความเสี่ยงที่จะมีรายได้ ผลประกอบการ และกระแสเงินสดที่ขาดความต่อเนื่อง และมีความผันผวนได้ ทั้งนี้ กลุ่มบริษัท มิได้มีความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจและการเมืองสำหรับโครงการที่ได้มีการลงนามไปแล้ว เนื่องจากโครงการเหล่านั้น จะได้รับการจัดสรรงบประมาณตามงบประมาณผูกพัน ซึ่งเป็นการรับประกันวงเงินที่ภาครัฐจะต้องนำมาใช้จ่ายในโครงการดังกล่าว นอกจากนี้กลุ่มบริษัทยังให้ความสำคัญในการรักษาและพัฒนาความสามารถในการแข่งขันในการส่งมอบงานก่อสร้างที่มีคุณภาพ ตรงตามความต้องการของลูกค้าในราคาที่เหมาะสม และตรงเวลา เพื่อให้สามารถเข้าประกวดราคางานก่อสร้างจากทั้งภาครัฐและเอกชน

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงในการประกวดราคา

ธุรกิจก่อสร้างมีการแข่งขันทางด้านราคาสูง โดยการได้รับงานโครงการใหม่ ๆ มักกำหนดจากเกณฑ์การประกวดราคาแข่งขันเป็นหลัก โดยหลังจากที่ผ่านคุณสมบัติในการเป็นผู้ประกวดราคาแล้ว เจ้าของโครงการโดยเฉพาะหน่วยงานภาครัฐ จะพิจารณาราคาจากการประกวดราคาเป็นหลัก กลุ่มบริษัทอาจเผชิญกับการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้น จากบริษัทรับเหมาก่อสร้างทั้งในประเทศและต่างประเทศ หากกลุ่มบริษัทไม่สามารถชนะการประกวดราคาได้ จะส่งผลให้กลุ่มบริษัทเกิดความเสี่ยงที่จะมีรายได้ ผลประกอบการ และ/หรือกระแสเงินสดที่ขาดความต่อเนื่องและ/หรือมีความผันผวน และ/หรือขาดสภาพคล่องได้ อย่างไรก็ตาม กลุ่มบริษัทมีการบริหารจัดการความเสี่ยงดังกล่าว โดยการมุ่งเน้นในการพัฒนาคุณภาพของงานก่อสร้าง รวมถึงความสามารถในการบริหารจัดการต้นทุนของกลุ่มบริษัทจากการมีโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างเป็นของตนเอง

### ความเสี่ยงจากต้นทุนก่อสร้างจริงสูงกว่าราคาเข้าประกวดราคางานก่อสร้างในสัญญา

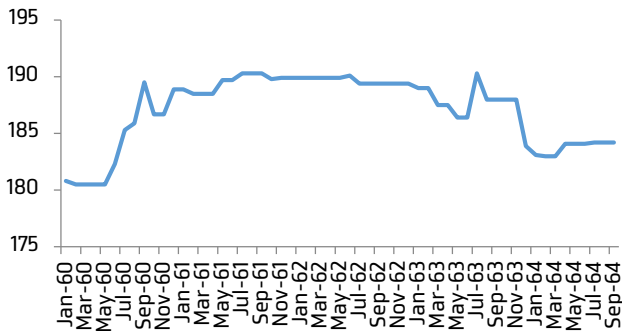
สัญญาก่อสร้างของกลุ่มบริษัทเป็นสัญญาประเภทราคาต่อหน่วย (Unit price contract) หรือสัญญาที่มีการระบุราคาต่อหน่วยของโครงการก่อสร้างไว้ล่วงหน้าก่อนเริ่มดำเนินการก่อสร้าง โดยในการกำหนดราคาเข้าประกวดราคางานก่อสร้าง กลุ่มบริษัทจะคำนวณโดยการนำต้นทุนตามงบประมาณบวกด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่ต้องการ ดังนั้น กลุ่มบริษัทจึงอาจมีความเสี่ยงที่ต้นทุนการก่อสร้างที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าต้นทุนตามงบประมาณ จากความผันผวนด้านราคา วัสดุก่อสร้าง แรงงาน และ/หรือปริมาณงานมากกว่าที่ประมาณการไว้ จะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นที่ได้รับต่ำกว่าที่คาดการณ์ หรือมีผลการดำเนินงานขาดทุนได้ ถ้าต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่ารายได้ในสัญญาที่ทำกับลูกค้า ทั้งนี้ ต้นทุนการรับเหมาก่อสร้างประกอบด้วย ต้นทุนการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วง ต้นทุนค่าวัสดุก่อสร้าง และต้นทุนอื่น ซึ่งได้แก่ ค่าแรงทางตรง ค่าใช้จ่ายสิทธิ และอื่น ๆ



Figure 8: ราคาวัสดุก่อสร้างหลัก ในปี 2018 - 2021

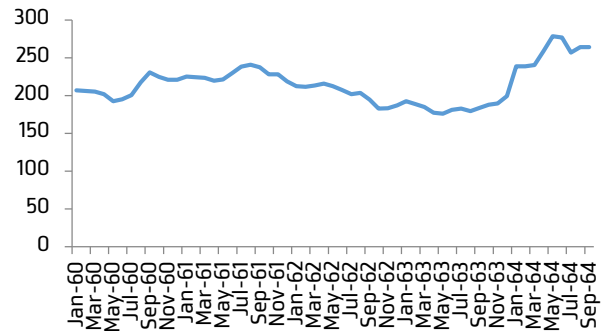
หน่วย: เท่า

## ดัชนีราคาซีเมนต์



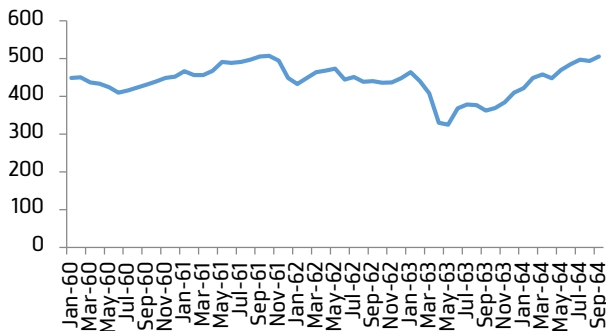
หน่วย: เท่า

## ดัชนีราคาเหล็ก



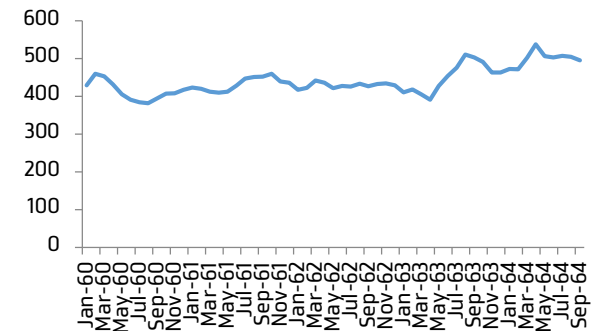
หน่วย: เท่า

## ดัชนีราคาน้ำมันดีเซลหมุนเร็ว



หน่วย: เท่า

## ดัชนีราคา แอสฟัลท์ (ยางมะตอย)



Source: กระทรวงพาณิชย์ ณ วันที่ 22 พฤศจิกายน 2564

## ความเสี่ยงจากความล่าช้าในการดำเนินการโครงการก่อสร้าง

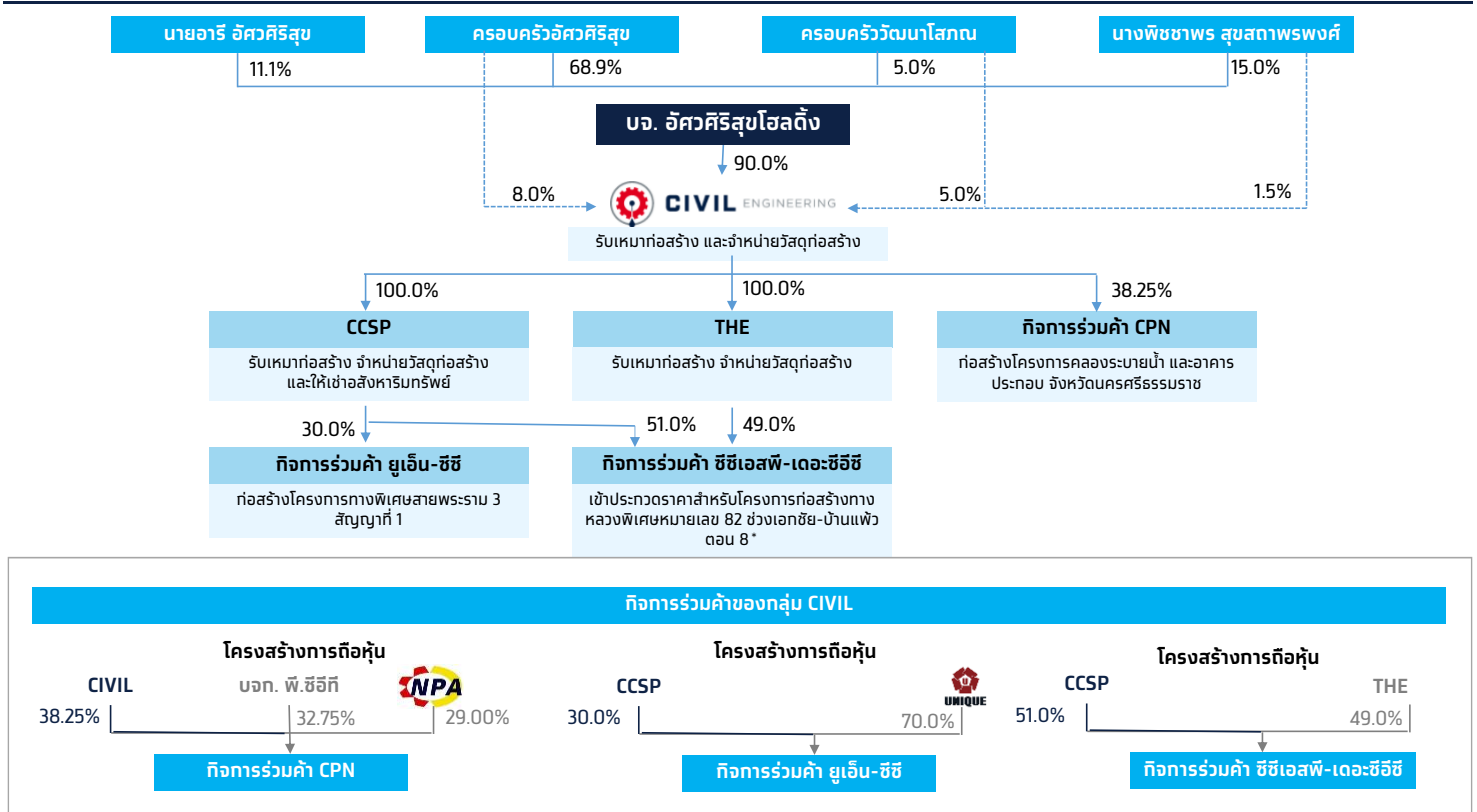
ด้วยสัญญาก่อสร้างของกลุ่มบริษัทส่วนใหญ่มีกำหนดเวลาการดำเนินงานแล้วเสร็จ โดยหากกลุ่มบริษัทไม่สามารถดำเนินการก่อสร้างให้แล้วเสร็จตามกำหนด กลุ่มบริษัทต้องชดใช้ค่าเสียหายจากการดำเนินงานไม่แล้วเสร็จตามสัญญา โดยปกติจะอยู่ที่อัตรา 0.05 - 0.25% ของมูลค่าโครงการตามสัญญาสำหรับแต่ละวันที่ล่าช้าโดยไม่มีเหตุอันควร แต่รวมแล้วจะไม่เกิน 10 - 15% ของมูลค่าโครงการตามสัญญา ดังนั้น หากกลุ่มบริษัทไม่สามารถดำเนินงานให้แล้วเสร็จภายในระยะเวลาที่กำหนด อาจทำให้กลุ่มบริษัทต้องชดใช้ค่าเสียหาย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจสถานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกลุ่มบริษัท และผลตอบแทนผู้ลงทุน

## ข้อมูลบริษัท

บมจ. ซีวิลเอนจิเนียริง (CIVIL) เริ่มดำเนินการธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโดยได้จดทะเบียนจัดตั้งบริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (ภายหลังได้เปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ซีวิล คอนสตรัคชั่น เซอร์วิส เซส แอนด์ โปรดักส์ จำกัด) ("CCSP") โดยคุณอารี อัครศิริสุข เมื่อวันที่ 27 ก.ค. 1966 ต่อมา เพื่อรองรับการเติบโตของกลุ่มบริษัท จึงได้มีการก่อตั้งบริษัท บุญชัยพาณิชย์ (1979) จำกัด (ภายหลังได้มีการเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) แทน) เมื่อวันที่ 16 ต.ค. 1979 เพื่อรับงานก่อสร้างขนาดใหญ่เพิ่มเติม และก่อตั้งบริษัท เดอะ ซี.อี.ซี. คอนสตรัคชั่น จำกัด ("THE") เมื่อวันที่ 22 เม.ย. 1993 เพื่อรับงานก่อสร้างขนาดเล็กถึงกลาง โดยกลุ่มบริษัทมีประสบการณ์ในการรับงานก่อสร้างขนาดใหญ่มากมายและหลากหลายประเภท เช่น งานถนนและทางพิเศษ งานทางรถไฟ งานท่าอากาศยาน และงานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ เป็นต้น ซึ่งกลุ่มบริษัทมีความพร้อมความพร้อมทั้งด้านบุคลากร เครื่องมือและอุปกรณ์ ระบบโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ และแหล่งเงินทุนเพื่อรองรับการเติบโตตามกลยุทธ์ของบริษัทในอนาคต

ทั้งนี้ กลุ่มบริษัทมีการจัดตั้งบริษัทในกลุ่มทั้งหมด 3 บริษัท ในการเข้าดำเนินการรับเหมาก่อสร้าง เพื่อช่วยลดและกระจายความเสี่ยงในการเข้าดำเนินงานรับเหมาก่อสร้าง หากมีบริษัทใดบริษัทหนึ่งเกิดปัญหาในการที่จะเข้าประมูลงาน ก็ยังมีบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มบริษัทพร้อมในการเข้าประกวดราคาและดำเนินการก่อสร้างในโครงการที่บริษัทนั้น ๆ มีคุณสมบัติตามการได้รับการจัดอันดับผู้รับเหมาที่หน่วยงานภาครัฐ

Figure 9: โครงสร้างการถือหุ้นและโครงสร้างกลุ่ม CIVIL



หมายเหตุ: กลุ่มครอบครัวอัครศิริสุข ประกอบด้วย นายอารี อัครศิริสุข (นายอารี) (เสียชีวิต) และครอบครัวของบุตรของนายอารี 3 ท่าน ซึ่งได้แก่ 1. นายชัยวิธ อัครศิริสุข (เสียชีวิต) (ครอบครัวอัครศิริสุข) 2. นางพิชชาพร สุขสถาพรพงศ์ และ 3. นางสาวพร อัครศิริสุข (เสียชีวิต) (ครอบครัววัฒนาโสภณ)

\* เป็นผู้ที่เสนอราคาต่ำสุด ทั้งนี้ โครงการดังกล่าวอยู่ระหว่างกระบวนการเข้าทำสัญญารับเหมาก่อสร้างกับเจ้าของโครงการ

Source: CIVIL

กลุ่มบริษัทมีรายได้หลักมาจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง ซึ่งดำเนินการ โดย CIVIL, CCSP และ THE และได้ต่อยอดไปอีก 2 ธุรกิจ ได้แก่

- (1) ธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง ซึ่งเป็นการจำหน่ายชิ้นส่วนคอนกรีตสำเร็จรูป (Segment) ซึ่งดำเนินการโดย CCSP และการจำหน่ายวัสดุก่อสร้างต่าง ๆ ซึ่งดำเนินการโดย CIVIL, CCSP และ THE
- (2) ธุรกิจให้เช่า ซึ่งโดยหลักจะเป็นการให้เช่าอาคารสำนักงานจำนวน 1 แห่ง และเช่าเครื่องจักรและอุปกรณ์ก่อสร้างที่ยังไม่ได้ใช้งาน ซึ่งดำเนินการโดย CIVIL, CCSP และ THE

Figure 10: โรงงานของกลุ่มบริษัทฯ



Source: CIVIL

## Financial Summary

PROFIT & LOSS (Btmn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales & service revenues	3,140	4,095	5,090	6,359	6,894
Cost of sales and service	(2,685)	(3,723)	(4,537)	(5,692)	(6,184)
Gross profit	455	371	553	667	710
SG&A	(345)	(293)	(295)	(337)	(365)
EBITDA	359	319	542	646	692
Depreciation & amortization	(176)	(204)	(264)	(296)	(328)
EBIT	183	115	278	350	364
Interest expense	(12)	(9)	(6)	(7)	(2)
Equity earnings	0	0	0	0	0
Other income / expenses	73	37	20	20	20
EBT	171	106	272	343	363
Corporate tax	(30)	(20)	(46)	(69)	(73)
Minority interests	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit	141	87	226	274	290
Reported EPS	0.28	0.17	0.45	0.39	0.41
Fully diluted EPS	0.28	0.17	0.45	0.39	0.41
Core net profit	141	87	226	274	290
Core EPS	0.28	0.17	0.45	0.39	0.41
Dividend (Bt)	0.50	0.68	0.18	0.16	0.17

BALANCE SHEET (Btmn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash and equivalents	591	274	133	121	145
Inventories	57	96	302	285	309
Investment	0	0	0	0	0
PP&E-net	1,116	982	1,124	1,133	1,110
Total assets	3,773	4,945	5,812	6,110	6,338
ST debt & current portion	525	1,258	1,261	261	161
Long-term debt	44	109	0	0	0
Total liabilities	2,763	3,885	5,047	4,261	4,307
Minority interests	0	0	0	0	0
Shareholder equity	1,009	1,059	765	1,849	2,030
Total liab. & shareholder equity	3,772	4,944	5,812	6,110	6,337

CASH FLOW (Btmn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBIT	183	115	278	350	364
Depreciation & amortization	176	204	264	296	328
Change in working capital	(149)	(57)	121	(197)	(195)
FX, non-cash adjustment & others	4	(968)	0	0	0
Cash flow from operations	821	(705)	656	442	495
Capex (Invest)/Divest	(138)	(199)	(142)	(9)	23
Others	192	(8)	104	0	0
Cash flow from investing	54	(207)	(39)	(9)	23
Debt financing (repayment)	(40)	(2)	6	(1,000)	(100)
Equity financing	0	0	0	900	0
Dividend payment	(250)	(40)	(480)	(110)	(116)
Others	(79)	638	(285)	(235)	(278)
Cash flow from financing	(369)	596	(759)	(445)	(494)
Net change in cash	506	(317)	(141)	(12)	24
Free cash flow	683	-904	514	433	518
FCF per share (Bt)	1.37	-1.81	1.03	0.62	0.74

PROFITABILITY	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales & services revenue growth (%)	(21.1)	30.4	24.3	24.9	8.4
EBITDA growth (%)	(36.8)	(3.0)	69.6	19.2	7.2
EPS growth (%)	80.5	(38.2)	159.8	(13.2)	5.8
Gross margin (%)	14.5	9.1	10.9	10.5	10.3
EBITDA margin (%)	11.4	7.8	10.6	10.2	10.0
Operating margin (%)	3.5	1.9	5.1	5.2	5.0
Net margin (%)	4.5	2.1	4.4	4.3	4.2
Core profit margin (%)	4.5	2.1	4.4	4.3	4.2
Effective tax rate (%)	17.8	18.4	17.0	20.0	20.0

**หมายเหตุ:**

**Krungthai Zmico** มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และ บมจ. เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ลูกค้าโปรดใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ XPG

มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน VNG, SVH, PACE, MAJOR, KBS, XPG, NVD, SIRI, KTC, IVL, SAWAD, CI

มีผู้บริหารของบริษัทเป็นกรรมการใน NFC

เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน XPG, TSE, STOWER, NVD, JKN

**Disclaimer**

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มิอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บทวิเคราะห์ และความคิดเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการ และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จึงมีอาจถือ เป็นการชักชวน หรือเสนอแนะในการซื้อ/ขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน อนึ่ง บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในการนำข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน เว้นแต่ได้รับหนังสืออนุญาตจากบริษัทฯ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ การกล่าวอ้างต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หรือสร้างความเสียหายแก่บริษัทฯ รวมถึงต้องอ้างอิงถึงวันที่ในเอกสารของบริษัทฯ อย่างชัดเจนด้วย

**คำแนะนำการลงทุน****การประเมินมูลค่าหุ้น**

การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นในรายงานฉบับนี้ คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM)

**คำแนะนำการลงทุน**

คำแนะนำการลงทุน จะพิจารณาจากมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในระยะสั้น สำหรับการประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานนั้น เราพิจารณาถึงมูลค่าเหมาะสมในปัจจุบัน ดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น และมูลค่าเหมาะสมระยะ 24 เดือนข้างหน้า เพื่อให้สะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต เราจะกำหนดคะแนนในช่วงระหว่าง -5 ถึง +5 ในแต่ละเกณฑ์โดยประเมินเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงที่กำหนด รวมผลคะแนนทั้งสามเกณฑ์เข้าด้วยกัน เพื่อนำคะแนนดังกล่าวเป็นตัวกำหนดคำแนะนำการลงทุนในหุ้นนั้น

**คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม**

**มากกว่าตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**เท่ากับตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**ต่ำกว่าตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า