

5 ตุลาคม 2560

MAI

CRD

บมจ. เชียงใหม่ริมดอย

Current	Previous	IPO Price	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2016
--	--	1.44	1.90	+ 31.9%	--	--

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	CRD
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	150 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	1.44
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	27-29 ก.ย. 2017
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	5 ต.ค. 2017
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจ. แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์
ผู้จัดทำนาย	บล. ฟิลลิป (ประเทศไทย)

Consolidated earnings

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	1,219	1,046	1,528	1,702
EBITDA	135	78	94	117
Normalized profit	81	42	52	68
%growth Y-Y	93	-47	22	31
Net profit	81	42	52	68
%growth Y-Y	93	-47	22	31
ROE (%)	46.7	18.7	11.5	14.1
EV/EBITDA (x)	2.9	5.3	10.9	9.4
PER (x) - Norm	0.01	0.06	13.8	10.5
PER (x)	0.01	0.06	13.8	10.5
PBV(x)	0.01	0.01	1.6	1.5
Dividend yield (%)	-	-	3.6	4.7
YE No. of shares (mn)	0.65	1.75	500	500
No. of shares - full dilution	0.65	1.75	500	500
Par (Bt)	100	100	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดทำนายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Assistant Analyst: Thanyatorn Songwutti

Tel: +662-646-9966

Email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

ผู้รับเหมาก่อสร้างแนวหน้าในภาคเหนือตอนบน

CRD เป็นผู้รับเหมาก่อสร้างทั้งงานก่อสร้างอาคาร สิ่งปลูกสร้างทั่วไป และระบบงานสาธารณูปโภค จากทั้งภาครัฐ และเอกชน บริษัทมีการให้บริการที่ครอบคลุมหลายพื้นที่ทุกภูมิภาค แต่เน้นภาคเหนือตอนบนเป็นหลัก มีจุดเด่น คือ เห็นคุณภาพงานก่อสร้าง และการส่งมอบงานให้ทันตามกำหนด รวมถึงมีความเชี่ยวชาญ และเครือข่ายในการประกอบธุรกิจเป็นเวลานานกว่า 27 ปี ธุรกิจก่อสร้างยังเป็นขาขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการผลักดันการลงทุนใหม่ๆ ของภาครัฐ และภาคเอกชนที่ทยอยฟื้นตัวตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้เราคาดกำไรสุทธิใน 2 ปีข้างหน้า (ปี2017-18) จะโตเฉลี่ย 27% CAGR ประเมินมูลค่าของหุ้น CRD อิง PER ที่ 14 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2018 ที่ 1.90 บาท

แนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างยังเติบโตต่อเนื่อง

ภาพรวมของอุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศยังมีอัตราการเติบโตขึ้นต่อเนื่อง จากภาครัฐที่ผลักดันการลงทุนใหม่ๆ หนุนให้การลงทุนภาคเอกชนทยอยฟื้นตัวตามภาวะเศรษฐกิจ ขณะที่แนวโน้มการก่อสร้างในภาคเหนือยังเติบโตได้ดี จากทั้งภาครัฐที่มีการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน อาทิ สนามบินเชียงใหม่ และเชียงใหม่ รวมถึงภาคเอกชนที่มีการพัฒนาที่ดินโดยรอบในเชิงพาณิชย์ บวกกับได้รับอานิสงส์จากการเร่งพัฒนาจังหวัดต่างๆ โดยเฉพาะภาคเหนือตอนบน ซึ่งเป็นแหล่งท่องเที่ยวที่สำคัญของประเทศ

มีศักยภาพในการรับงานหลายประเภท จากทั้งเอกชนและราชการ

บริษัทมีศักยภาพรับงานได้หลายประเภท ทั้งงานก่อสร้างอาคาร สิ่งปลูกสร้างทั่วไป และระบบงานสาธารณูปโภค โดยได้รับความเชื่อมั่น และไว้วางใจจากลูกค้าทั้งเอกชน และราชการ โดยการรับงานจากภาคเอกชน ส่วนใหญ่เกิดจากเจ้าของโครงการเชิญเข้าร่วมประมูลงาน ส่วนหน่วยงานราชการจะรับงานผ่านการประมูลงาน ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นงานสาธารณูปโภค ซึ่งมีผู้เข้าประมูลน้อยราย ปัจจุบัน บริษัทมีกลยุทธ์ในการมุ่งเน้นการหางานเอกชนจากท้องถิ่นในเขตภาคเหนือ และหางานราชการในพื้นที่อื่น เพื่อขยายกลุ่มลูกค้า และให้บริการครอบคลุมหลากหลายพื้นที่

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2 ปีข้างหน้าจะโตเฉลี่ย 27% CAGR

เราคาดการณ์ผลการดำเนินงานในปี 2017-18 จะเติบโตเฉลี่ย 27% CAGR โดยในปี 2017 คาดกำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้น 22% Y-Y อยู่ที่ 52 ล้านบาท จากรายได้รวมที่คาดโต 46% Y-Y โดยมีปัจจัยหนุนหลักจากการทยอยรับรู้งานในมือที่ปัจจุบันมีอยู่ราว 1 พันล้านบาท โดยคาดว่าจะรับรู้ในปีนี้อยู่ 55% ของทั้งหมด และอยู่ระหว่างเซ็นสัญญาอีก 255 ล้านบาท โดยเราคาดกำไรสุทธิในปี 2018 จะโตต่อ 31% Y-Y จากโอกาสในการรับงานเพิ่มจากทั้งเอกชน และราชการที่จะมีการประมูลอีกมากตั้งแต่ 2H17

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2018 ที่ 1.90 บาท

เราประเมินมูลค่าของ CRD ด้วยวิธี Relative valuation อิง PER ที่ 14 เท่า อ้างอิงจาก P/E ปี 2016 ของ TPOLY ซึ่งดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกันที่ 15 เท่า และเมื่อเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิเฉลี่ย 27% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (ปี 2017-18) ของ CRD คิดเป็น PEG เพียง 0.52 เท่า คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2018 ที่ 1.90 บาท

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เชียงใหม่ริมตอ ย จำกัด (มหาชน) หรือ CRD ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างอาคารสิ่งปลูกสร้างทั่วไป ประเภทต่างๆ และการรับเหมาก่อสร้างงานระบบสาธารณูปโภค ตามแบบที่ลูกค้ากำหนด โดยบริษัทให้บริการ ตั้งแต่การวางแผนงาน ควบคุมดูแลกระบวนการทำงาน จัดหาวัสดุอุปกรณ์ โดยบริษัทว่าจ้างผู้รับเหมาที่มี ประสบการณ์ในแต่ละด้านเข้ามารับจ้างทำงาน เช่น งานโครงสร้างอาคาร งานสถาปัตยกรรม งานระบบไฟฟ้า งาน ระบบประปา งานระบบแอร์ งานระบบโทรศัพท์และการสื่อสาร นอกจากนี้ บริษัทยังประกอบธุรกิจให้บริการจัดเก็บ และกำจัดขยะมูลฝอยโดยวิธีฝังกลบ โดยแบ่งเป็น 2 ธุรกิจใหญ่ ได้แก่

(1) ธุรกิจให้บริการรับเหมาก่อสร้าง

1.1 งานรับเหมาก่อสร้างอาคาร และสิ่งปลูกสร้างทั่วไป

บริษัทให้บริการรับเหมาก่อสร้างอาคารและสิ่งปลูกสร้างทั่วไป รวมถึงงานปรับปรุงอาคารจากผู้ว่าจ้าง ซึ่งมี หลายประเภท อาทิ อาคารสำนักงาน อาคารเรียน อาคารที่พักอาศัย คอนโดมิเนียม โรงพยาบาล ห้องผ่าตัด ห้อง ปลอดเชื้อ โรงแรม เป็นต้น โดยบริษัทให้บริการรับเหมางานวิศวกรรมโยธา งานสถาปัตยกรรม และงานระบบ สาธารณูปโภคภายในอาคาร ตามแบบที่ลูกค้ากำหนด

โครงการ The Astra Condominium

บริษัท นอร์ทโฮม จำกัด



โครงการ North Condominium อาคาร 1 - 8

บริษัท แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน)



Source: Company data

1.2 งานรับเหมาก่อสร้างระบบสาธารณูปโภค

บริษัทให้บริการรับเหมาก่อสร้างงานระบบสาธารณูปโภคตามแบบที่ลูกค้ากำหนด อาทิ งานก่อสร้างและ ติดตั้งระบบรวบรวมและบำบัดน้ำเสีย งานก่อสร้างสถานีไฟฟ้าแรงสูง งานปรับปรุงระบบจำหน่ายไฟฟ้า งาน ก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำขนาดเล็กและระบบงานชลประทาน งานก่อสร้างอาคารโรงไฟฟ้าและระบบส่งน้ำ งาน ติดตั้งและทดสอบเครื่องกำเนิดไฟฟ้าพลังงานน้ำพร้อมอุปกรณ์ เป็นต้น โดยบริษัทเข้ารับงานได้โดยตรง หรือเข้า รับงานในนามกิจการร่วมค้า ("Joint Venture") หรือกิจการค้าร่วม ("Joint Operation") ที่บริษัทร่วมลงทุนกับ บุคคลภายนอกตามความเหมาะสม อาทิ กิจการร่วมค้า CRC-R.K.J. เพื่อเข้าประมูลงานให้บริการก่อสร้างระบบ รวบรวมและบำบัดน้ำเสีย ให้กับเทศบาลนครปากเกร็ด จังหวัดนนทบุรี เมื่อเดือนเมษายน 2016, กิจการร่วมค้า CRC&VARS เพื่อเข้าประมูลงานก่อสร้างงานปรับปรุงระบบจำหน่ายไฟฟ้าเป็นเคเบิลใต้ดิน งานก่อสร้างและ ปรับปรุงสถานีไฟฟ้าให้การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค

โครงการ สถานีไฟฟ้าย่อย เชียงใหม่ 4
การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค



โครงการไฟฟ้าพลังงานน้ำขนาดเล็ก น้ำสาน
การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค



Source: Company data

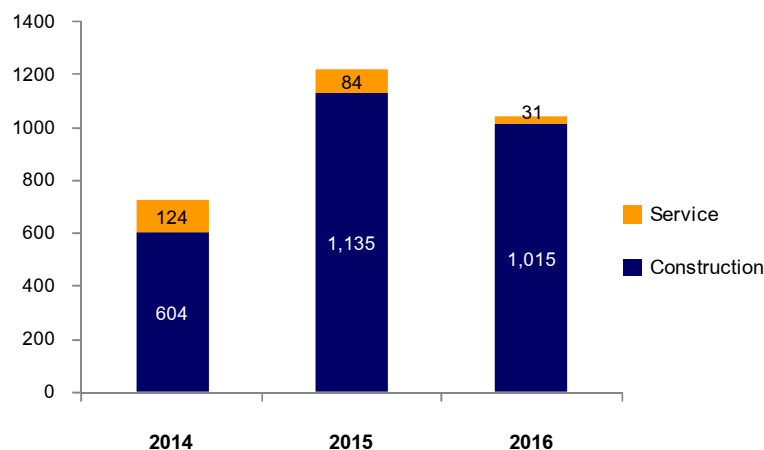
(2) ธุรกิจรับจ้างให้บริการจัดเก็บ และกำจัดขยะมูลฝอย

ปัจจุบันบริษัทมีการให้บริการจัดเก็บขยะมูลฝอยจำนวน 2 สัญญา คือ สัญญาที่บริษัททำกับเทศบาลนครลำปาง และเทศบาลเมืองเขลางค์นคร จังหวัดลำปาง จะสิ้นสุดในเดือนกันยายน 2017 และในนามกิจการร่วมค้า CRC-CEC โดยบริษัทลงทุนร้อยละ 5 และ CEC ลงทุนร้อยละ 95 โดยเป็นการรับจ้างให้บริการจัดเก็บขยะมูลฝอยในพื้นที่แขวงเมืองราย แขวงนครพิงค์ แขวงกาวิละ และแขวงศรีวิชัย จังหวัดเชียงใหม่ ซึ่งสัญญาดังกล่าวจะครบกำหนดเดือนมิถุนายน 2020 แต่เมื่อวันที่ 20 เมษายน 2017 คณะกรรมการบริษัทมีมติอนุมัตินโยบายที่จะไม่ทำธุรกิจให้บริการเกี่ยวกับขยะมูลฝอยอีกในอนาคต ยกเว้นโครงการที่บริษัทยังคงผูกพันตามสัญญาอยู่แล้ว ซึ่งเมื่อครบกำหนดสัญญาดังกล่าว บริษัทจะไม่มีรายได้จากธุรกิจดังกล่าวอีกต่อไป

โครงสร้างรายได้

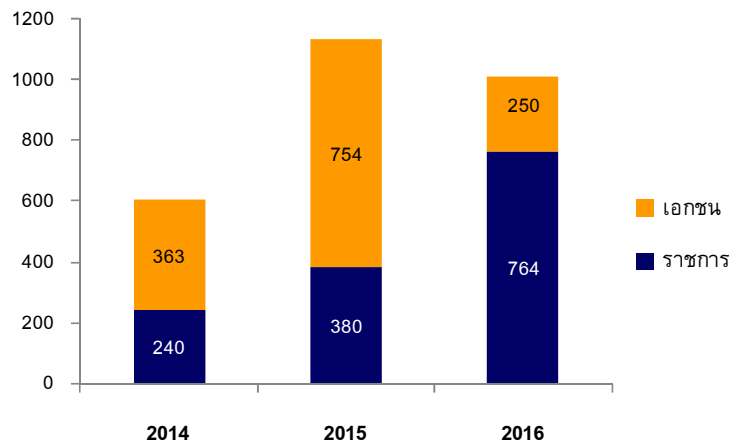
ในช่วงปี 2014-2016 ที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้ส่วนใหญ่ของ CRD จะมาจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง โดยในปี 2016 มีสัดส่วนถึง 97% ของรายได้รวม โดยมีสัดส่วนของงานอาคาร/สิ่งปลูกสร้าง และงานระบบสาธารณูปโภคอยู่ที่ 99.4% และ 0.6% ของรายได้จากการรับเหมาก่อสร้าง ตามลำดับ หากแยกตามกลุ่มของลูกค้าจะแบ่งเป็นหน่วยงานราชการ และเอกชนที่ 75% และ 25% ของรายได้รับเหมาก่อสร้าง ตามลำดับ รองลงมาเป็นธุรกิจให้บริการเกี่ยวกับขยะมูลฝอย คิดเป็นสัดส่วนราว 3% ของรายได้รวม อย่างไรก็ตาม ในปี 2017 บริษัทมีนโยบายจะไม่ทำธุรกิจให้บริการเกี่ยวกับขยะมูลฝอยอีกในอนาคต ยกเว้นโครงการที่บริษัทยังผูกพันตามสัญญาจนถึงปี 2020 ซึ่งรายได้ในส่วนนี้จะลดลงทุกปีจนกระทั่งหมดสัญญา

โครงสร้างรายได้จากการรับเหมาก่อสร้าง และบริการ (ล้านบาท)



Source: Company data, FSS Research

รายได้จากการรับเหมาก่อสร้างแยกตามกลุ่มลูกค้า (ล้านบาท)



Source: Company data, FSS Research

ภาวะอุตสาหกรรม

ภาพรวมเศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในปี 2016 อังอิงจากผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีการขยายตัวร้อยละ 3.2 จากร้อยละ 2.9 ในปี 2015 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการบริโภคภาคครัวเรือน การลงทุนภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชน ที่ขยายตัวร้อยละ 3.1, ร้อยละ 9.9 และร้อยละ 0.4 ตามลำดับ สำหรับปี 2017 สำนักยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาคคาดว่า GDP จะขยายตัวร้อยละ 3-4 จาก

- (1) การขยายตัวของการส่งออกซึ่งจะสนับสนุนให้การผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้น
- (2) การฟื้นตัวและขยายตัวเร่งขึ้นของการผลิตภาคเกษตรและฐานรายได้เกษตรกรซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนการขยายตัวของการใช้จ่ายภาคครัวเรือน
- (3) การลงทุนภาครัฐยังอยู่ในเกณฑ์สูงและเร่งขึ้น
- (4) การจัดทำงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติม วงเงิน 190,000 ล้านบาท
- (5) แรงขับเคลื่อนจากภาคการท่องเที่ยว

ทั้งนี้ คาดว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าจะขยายตัวร้อยละ 2.9 การบริโภคภาคเอกชน และการลงทุนรวมขยายตัวร้อยละ 2.8 และร้อยละ 5.3 ตามลำดับ

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจไทย 2015-2017E

อัตราการเติบโตเศรษฐกิจ (%)	2015	2016	คาดการณ์ปี 2017
GDP (ณ ราคาคงที่)	2.9	3.2	3.0 – 4.0
การลงทุนรวม	4.4	2.8	5.3
การลงทุนภาคเอกชน	-2.2	0.4	2.5
การลงทุนภาครัฐ	29.3	9.9	14.4
การบริโภคภาคเอกชน	2.2	3.1	2.8
การบริโภคภาครัฐบาล	3.0	1.6	2.6
มูลค่าการส่งออกสินค้า	-5.6	0.0	2.9
มูลค่าการนำเข้าสินค้า	-10.6	-4.7	5.5

Source: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, เดือนมีนาคม 2017

ภาพรวมอุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศ

อุตสาหกรรมก่อสร้างขยายตัวต่อเนื่องจากการก่อสร้างภาครัฐ โดยเฉพาะรัฐวิสาหกิจที่ขยายตัวสูง และเร่งตัวขึ้นใน 4Q16 การก่อสร้างภาครัฐขยายตัว 6.1% Y-Y จากทั้งรัฐบาล +2.7% Y-Y และรัฐวิสาหกิจ +44% Y-Y ในขณะที่การก่อสร้างภาคเอกชนชะลอตัวลง 0.5% Y-Y จากการลดการก่อสร้างอาคารสำนักงาน อาคารพาณิชย์ และอาคารโรงงาน ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวลดลงของพื้นที่รับอนุญาตก่อสร้างที่ลดลง 4% Y-Y และการลดลงของปริมาณการจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง ทำให้ภาพรวมก่อสร้างทั้งปี 2016 ขยายตัว 8.3% Y-Y มาจากภาครัฐ และเอกชนที่ขยายตัว 14% Y-Y และ 1.1% Y-Y ตามลำดับ

ส่วนแนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างในปี 2017 คาดว่าภาครัฐจะผลักดันการลงทุนโครงการใหม่ และเร่งดำเนินการก่อสร้างในโครงการต่อเนื่อง โดยคาดการณ์การลงทุนในการก่อสร้างภาครัฐในระยะ 1-3 ปีข้างหน้าจะหนุนให้กลุ่มรับเหมารายใหญ่ที่มีความถนัดในงานก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานมีสัดส่วนงานในมือเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนก่อสร้างที่อยู่อาศัยของภาคเอกชนจะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปี 2017-18 นอกจากนี้ ยังได้รับอานิสงส์จากโครงการพัฒนาเขตเศรษฐกิจพิเศษที่ภาครัฐเร่งดำเนินการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน และระบบสาธารณูปโภค รวมถึงมาตรการส่งเสริมการลงทุนของคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนที่ดึงดูดให้ผู้ประกอบการชาวไทย และต่างชาติมาลงทุนมากขึ้น

ภาพรวมภาคอสังหาริมทรัพย์

ใน 4Q16 ตลาดอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัวลงจากไตรมาสก่อน โดยเฉพาะตลาดคอนโดมิเนียมระดับกลางถึงล่างเป็นผลมาจากกำลังซื้อของลูกค้าที่ยังไม่เข้มแข็ง ทำให้ชะลอการตัดสินใจซื้อ ขณะที่สถาบันการเงินคงระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ อย่างไรก็ตาม ตลาดบ้านเดี่ยวและคอนโดมิเนียมระดับบนยังเติบโตได้ ทำให้ผู้ประกอบการรายใหญ่ได้ปรับโครงสร้างธุรกิจโดยหันมาทำตลาดระดับบนมากขึ้น จากเดิมที่เน้นลูกค้าตลาดกลางถึงตลาดล่าง รวมถึงขยายธุรกิจไปในกลุ่มโรงแรมและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่ผู้ประกอบการในภูมิภาคมีแผนจะพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบเพิ่มขึ้น โดยคาดว่าจะได้รับปัจจัยหนุนจากการประมูลโครงการก่อสร้างของภาครัฐที่มีอย่างต่อเนื่อง และกิจกรรมจากงบโครงการพัฒนาภูมิภาค 18 กลุ่มจังหวัด

แนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างภาคเหนือ

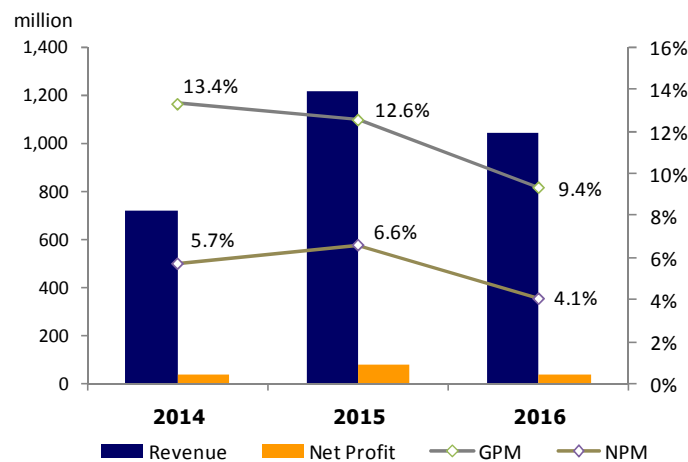
การก่อสร้างภาครัฐ มีมูลค่าเงินลงทุนราว 7.5 หมื่นล้านบาท หรือร้อยละ 18 ของงบประมาณปี 2017 โดยมีโครงการลงทุนขนาดใหญ่ อาทิ โครงการพัฒนาศูนย์บินเชิงใหม่ สนามบินเชียงราย รถไฟฟ้าความเร็วสูงกรุงเทพ-เชียงใหม่ เป็นต้น รวมถึงโครงการลงทุนขนาดกลาง และเล็ก อาทิ งานก่อสร้างอาคารสถานศึกษา และอาคารพักอาศัย เป็นต้น ขณะที่โครงการก่อสร้างภาคเอกชน หายอขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจจากการลงทุนภาครัฐ โดยมีการพัฒนาที่ดินโดยรอบในเชิงพาณิชย์ อาทิ ห้างสรรพสินค้า อาคารจอดรถ โรงแรม คอนโดมิเนียม เป็นต้น รวมถึงได้รับประโยชน์จากการเร่งพัฒนาจังหวัดต่างๆ โดยเฉพาะ กลุ่มภาคเหนือตอนบน ซึ่งเป็นแหล่งท่องเที่ยวที่สำคัญของประเทศ และมีการก่อสร้างที่พักอาศัยมากขึ้น

ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2014-16) CRD มีรายได้จากงานรับเหมาก่อสร้างและการให้บริการมีการเติบโตเฉลี่ย 27% CAGR โดยกำไรสุทธิปี 2014 เป็น 41.7 ลบ. และเพิ่มขึ้นเป็น 80.7 ลบ. +94% Y-Y ในปี 2015 แต่ลดลงเหลือ 42.5 ล้านบาท -47% Y-Y ในปี 2016 แม้จำนวนโครงการที่รับเพิ่มขึ้น 14 โครงการจากปีก่อนหน้า แต่เนื่องจากโครงการใหม่มีมูลค่าเฉลี่ยที่ลดลง ทำให้รายได้ที่หดตัว 14% Y-Y รวมถึงสำหรับกำไรจากการให้บริการที่ลดลง เป็นผลจากสัญญางานให้บริการเกี่ยวกับขยะมูลฝอยทยอยครบกำหนด และบริษัทมีนโยบายที่จะไม่ทำธุรกิจให้บริการเกี่ยวกับขยะมูลฝอยอีกในอนาคต ยกเว้นโครงการที่บริษัทยังคงผูกพันตามสัญญาอยู่แล้ว ส่งผลให้ Gross Margin มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจาก 13.4% ในปี 2014 เป็น 12.6% และ 9.4% ในปี 2015 และ 2016 ตามลำดับ ขณะที่ Net Profit Margin ในปี 2014-16 เป็น 5.7% , 6.6% และ 4.1% ตามลำดับ

ส่วนกำไรสุทธิ 1Q17 อยู่ที่ 7.8 ล้านบาท หดตัว 33% Y-Y แม้รายได้รวมจะเติบโต 27% Y-Y จากการรับรู้รายได้จากโครงการก่อสร้าง 16 โครงการ อย่างไรก็ตาม ถูกกดดันจากต้นทุนในการรับเหมาก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น 32% Y-Y จากการปรับขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างหลัก ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับลดเป็น 7.6% จาก 10.5% ในปีก่อน

Revenue, Net Profit, Gross Profit Margin and Net Profit Margin 2014-16



Source: Company data, FSS Research

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ผู้รับเหมาก่อสร้างรายหลักในภาคเหนือตอนบน

บริษัทประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างอาคารสิ่งปลูกสร้างทั่วไปประเภทต่างๆ และการรับเหมาก่อสร้างงานระบบสาธารณูปโภคตามแบบที่ลูกค้ากำหนด โดยให้บริการตั้งแต่การวางแผน ควบคุมดูแลกระบวนการทำงาน และจัดวัสดุอุปกรณ์ก่อสร้าง บริษัทดำเนินงานทางธุรกิจก่อสร้างมานานถึง 27 ปี โดยมีทีมงานที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ และเน้นให้ความสำคัญกับคุณภาพของงานก่อสร้าง และการส่งงานให้ทันตามกำหนดเวลา บริษัทจึงได้รับความเชื่อมั่น และไว้วางใจจากลูกค้าทั้งเอกชน และราชการ ทั้งนี้ บริษัทมีการให้บริการที่ครอบคลุมหลายพื้นที่ทุกภูมิภาค แต่เน้นภาคเหนือตอนบนเป็นหลัก เนื่องจากบริษัทเป็นผู้รับเหมาก่อสร้างท้องถิ่น โดยผลงานที่ผ่านมาส่วนใหญ่อยู่ในจังหวัดเชียงใหม่ ซึ่งเป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของภาคเหนือ ทำให้บริษัทได้รับโอกาสในการเติบโตทางเศรษฐกิจ ทั้งการท่องเที่ยว การขยายการค้าชายแดน ทำให้มีโอกาสดำเนินโครงการที่จะมีการเปิดประมูลอีกมาก ทั้งนี้ บริษัทได้เปรียบคู่แข่งทั้งแง่ของผู้บริหารที่มีเครือข่ายความสัมพันธ์ที่กว้างขวาง และการควบคุมต้นทุนได้ดีกว่าผู้รับเหมานอกพื้นที่ นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนการลงทุนสร้างทีมวิศวกร และหน่วยงานออกแบบ เพื่อสามารถเข้ารับงานโครงการในอนาคตที่ให้บริการครบวงจร และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน

ผลงานรับเหมาก่อสร้างอาคารทั่วไปปี 2014 –16

ประเภทอาคารทั่วไป	2014		2015		2016	
	จำนวนโครงการที่ แล้วเสร็จ (โครงการ)	จำนวนโครงการ ที่อยู่ระหว่าง ดำเนินการ (โครงการ)	จำนวนโครงการที่ แล้วเสร็จ (โครงการ)	จำนวนโครงการ ที่อยู่ระหว่าง ดำเนินการ (โครงการ)	จำนวนโครงการที่ แล้วเสร็จ (โครงการ)	จำนวนโครงการ ที่อยู่ระหว่าง ดำเนินการ (โครงการ)
1. คอนโดเนียม หอพัก อาคารพาณิชย์ ที่พักอาศัย	5	6	6	3	6	4
2. อาคารเรียน ศูนย์การเรียนรู้	1	2	1	2	3	4
3. โรงแรม	0	1	1	0	0	2
4. ห้างสรรพสินค้า	0	0	0	1	1	0
5. อื่นๆ	3	1	2	2	8	3
รวม	9	10	10	8	18	13

Source: Company data

งานรับเหมาก่อสร้างระบบสาธารณูปโภคในอดีต

กลุ่มงานระบบไฟฟ้าแรงสูงและสถานีไฟฟ้าย่อย

ชื่อโครงการ	เจ้าของโครงการ	ลักษณะโครงการ	มูลค่าตามสัญญา (ล้านบาท)	ปีที่ ดำเนินการ
1. สถานีไฟฟ้าย่อย เขื่อนใหม่ 4, ลำพูน 3, รังทอง	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	สถานีไฟฟ้าย่อย	205.39	2000
2. ก่อสร้างหรือติดตั้งสวิตช์เกียร์ ระบบ 115 kV (เพิ่มเติม) สถานีไฟฟ้าบัวใหญ่	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	สถานีไฟฟ้าย่อย	11.80	2011
3. อาคารโรงไฟฟ้า ระบบส่งน้ำและติดตั้งเครื่องกำเนิดไฟฟ้า พร้อมส่วนประกอบอื่นๆ (โครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ แม่สะงา)	กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน	ไฟฟ้าพลังน้ำ และ สถานีไฟฟ้าย่อย	86.99	2013

กลุ่มงานระบบไฟฟ้าพลังงานขนาดเล็กและงานชลประทาน

ชื่อโครงการ	เจ้าของโครงการ	ลักษณะโครงการ	มูลค่าตามสัญญา (ล้านบาท)	ปีที่ดำเนินการ
1. โครงการไฟฟ้าพลังงานขนาดเล็กแม่ปาย	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	ไฟฟ้าพลังน้ำ	55.50	1995
2. โครงการไฟฟ้าพลังงานขนาดเล็ก น้ำหมัน	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	ไฟฟ้าพลังน้ำ	75.00	2007
3. โครงการไฟฟ้าพลังงานขนาดเล็ก น้ำสวน	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	ไฟฟ้าพลังน้ำ	155.92	2009

กลุ่มงานระบบบำบัดน้ำเสีย และประปา

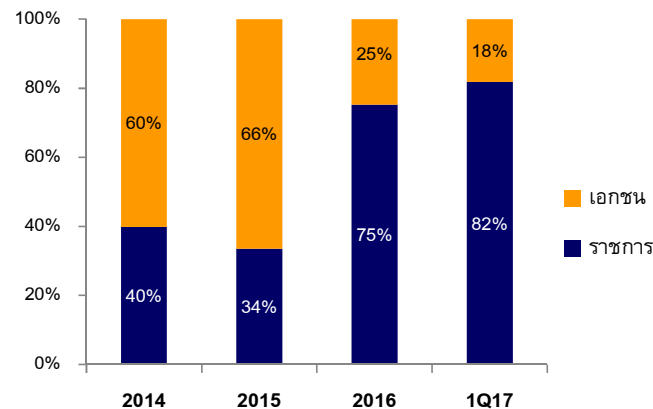
ชื่อโครงการ	เจ้าของโครงการ	ลักษณะโครงการ	มูลค่าตามสัญญา (ล้านบาท)	ปีที่ดำเนินการ
1. ออกแบบและก่อสร้างระบบรวบรวมและบำบัดน้ำเสีย โรงพยาบาลชุมชน	กระทรวงสาธารณสุข	ระบบบำบัดน้ำเสีย	119.00	1998
2. ระบบบำบัดน้ำเสียรวม ระยะที่ 1	มหาวิทยาลัยแม่โจ้ เขื่อนใหม่	ระบบบำบัดน้ำเสีย	69.90	2003
3. ปรับปรุงซ่อมแซมระบบรวบรวมและบำบัดน้ำเสีย	เทศบาลนครปทุม	ระบบบำบัดน้ำเสีย	69.90	2003
4. โรงกรองน้ำและถังตกตะกอน พร้อมวางท่อเมนประปา	เทศบาลพิบูลย์โลก	ระบบประปา	25.00	2003
5. ก่อสร้างโรงบำบัดน้ำใต้ดิน จากบ่อเหมืองแม่มาะ	การไฟฟ้าฝ่ายผลิต	ระบบบำบัดน้ำเสีย	76.50	2009
6. Grit Chamber และติดตั้งเครื่องสูบน้ำ	การประปาส่วนภูมิภาค	ระบบประปา	53.95	2013

Source: Company data

มีศักยภาพในการรับงานจากทั้งเอกชน และราชการ

บริษัทมีศักยภาพปฏิบัติงานได้หลายประเภท ทั้งงานก่อสร้างอาคาร สิ่งปลูกสร้างทั่วไป และระบบงานสาธารณูปโภค จากทั้งภาคเอกชน และราชการ โดยการรับงานจากภาคเอกชน ส่วนใหญ่เกิดจากเจ้าของโครงการเชิญเข้าร่วมประมูลงาน เนื่องจากบริษัทมีความคุ้นเคยกับเจ้าของงาน ทำให้มีโอกาสในการชนะงานประมูลจังหวัดเชียงใหม่ถึง 80% ส่วนหน่วยงานราชการจะรับงานผ่านการประมูลงาน ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นงานสาธารณูปโภค ซึ่งมีผู้เข้าประมูลน้อยราย โดยในปี 2014 บริษัทได้รับผลกระทบจากการชะลอการลงทุนของภาคเอกชน จากปัญหาการเมืองภายในประเทศ และความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจโลก และภาวะเศรษฐกิจถดถอยภายในประเทศ ปัจจุบันบริษัทจึงปรับกลยุทธ์ด้วยการเข้ารับงานโครงการจากหน่วยงานราชการเพิ่มขึ้น แม้ว่างานโครงการจากหน่วยงานราชการจะมีอัตรากำไรขั้นต้นราว 5-7% ซึ่งต่ำกว่างานโครงการจากหน่วยงานเอกชนที่ 10% ก็ตาม โดยบริษัทมีกลยุทธ์ในการมุ่งเน้นการหางานเอกชนในท้องถิ่นภาคเหนือ และหางานราชการนอกภาคเหนือ เพื่อขยายกลุ่มลูกค้า และให้บริการครอบคลุมหลากหลายพื้นที่

สัดส่วนรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างแยกตามกลุ่มลูกค้า (ล้านบาท)



Source: Company data, FSS Research

รับปัจจัยบวกจากแนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างที่เติบโตต่อเนื่อง

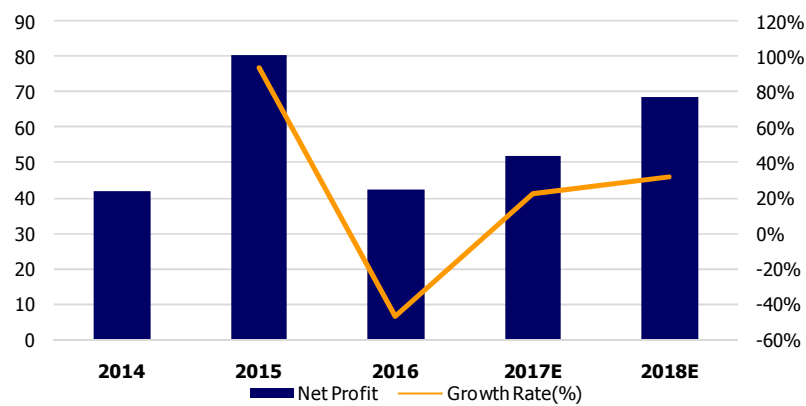
ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2017 บริษัทมีงานรับเหมาก่อสร้างที่ยังไม่ส่งมอบ จำนวน 12 โครงการ คิดเป็นงานในมือทั้งหมดอยู่ราว 1,055 ล้านบาท และอยู่ระหว่างรอเซ็นสัญญาอีก 4 โครงการราว 255 ล้านบาท นอกจากนี้ ยังมีงานโครงการบริหารเกี่ยวกับขยะมูลฝอยที่อยู่ระหว่างดำเนินการ จำนวน 2 สัญญาในนามบริษัท โดยมีมูลค่างานคงเหลือรวม 16.71 ล้านบาท ซึ่งหมดสัญญาในปีนี้ และจำนวน 1 สัญญาในนามกิจการร่วมค้า CRC-CEC (CRD ลงทุน 5%) มีมูลค่างานคงเหลือ 354.48 ล้านบาท ซึ่งหมดสัญญาในปี 2020 ทั้งนี้ บริษัทยังมีโอกาสได้รับงานจากภาคเอกชนจะเปิดประมูลอีกหลายโครงการ อาทิ โครงการก่อสร้างอาคารทั่วไปในจังหวัดเชียงใหม่ จากการที่บริษัทมีเครือข่าย และพันธมิตรในพื้นที่ รวมถึงโครงการจากภาครัฐราชการ อาทิ โครงการพัฒนาศูนย์บินเชียงใหม่, เชียงราย และสถานีไฟฟ้าของการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค ดังนั้น เราจึงคาดว่าตั้งแต่ 2H17 จะมียานเติมเข้ามาอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้แนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2018 จะโตสดใส

คาดการณ์ผลการดำเนินงานใน 2 ปีข้างหน้า เติบโตเฉลี่ย 27% CAGR

เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 2 ปีข้างหน้า (ปี 2017-18) จะเติบโตเฉลี่ย 27% CAGR โดยในปี 2017 คาดผลการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้น 23% Y-Y อยู่ที่ 52 ล้านบาท โดยคาดว่าจะได้แรงหนุนจากรายได้รวมที่เติบโต 46% Y-Y โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนหลักจะมาจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่มีสัดส่วนรายได้ราว 98% ของรายได้รวม โดยกำไรสุทธิ 1Q17 เท่ากับ 7.8 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 15% ของประมาณการทั้งปี โดยเราคาดว่าใน 2H17 กำไรจะเติบโตต่อเนื่องจากการทยอยรับรู้รายได้ในมือ 1,055 ล้านบาท โดยคาดว่าจะรับรู้ภายในปีนี้ราว 55% ของทั้งหมด บวกกับ

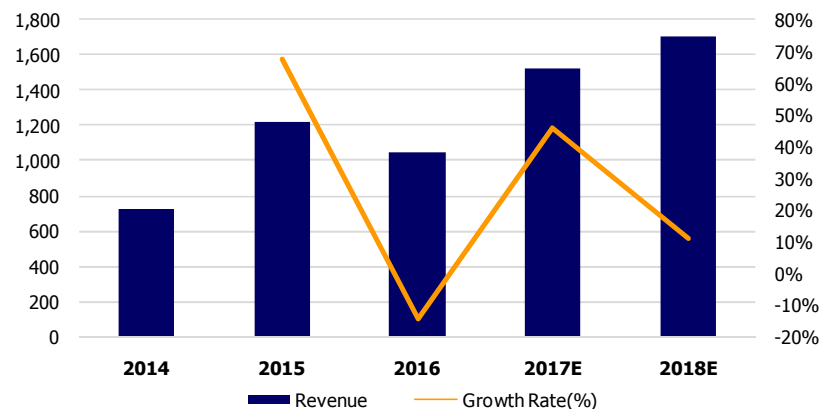
งานที่อยู่ระหว่างเซ็นสัญญา และคาดหวังการรับงานเพิ่มอีกราว 600 ล้านบาท สำหรับกำไรสุทธิในปี 2018 คาดจะโตต่อ 31% Y-Y อยู่ที่ 68 ล้านบาท จากการรับรู้งานในมือที่มีอยู่ในปัจจุบัน รวม 470 ล้านบาท หนุนด้วยโอกาสการรับงานเพิ่มจากทั้งเอกชนและราชการที่จะมีประมาณงานที่คึกคักตั้งแต่ 2H17 อีกมาก

Net Profit(mm) VS Growth Rate (2014 – 2018E)



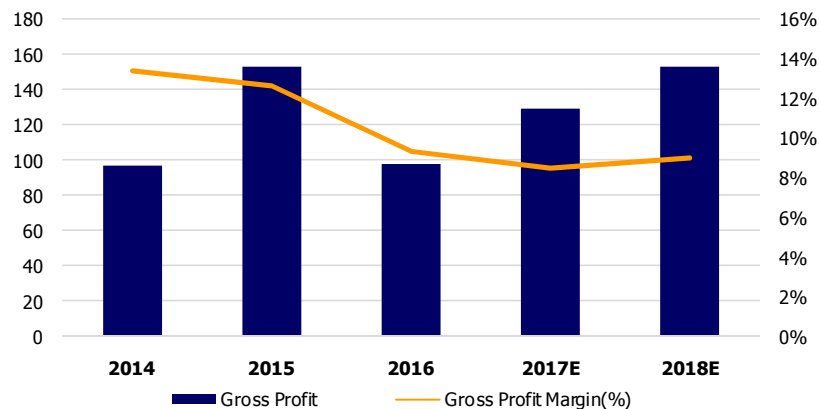
Source : Company Data and FSS Estimates

Revenue(mm) VS Growth Rate (2014 – 2018E)



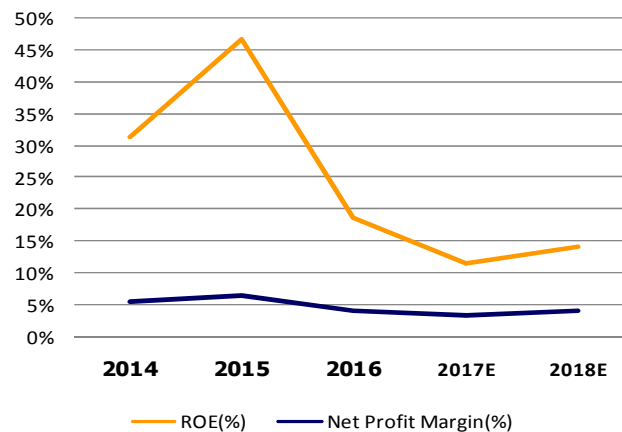
Source : Company Data and FSS Estimates

Gross Profit(mm) VS Gross Profit Margin (2014 – 2018E)



Source : Company Data and FSS Estimates

ROE VS Net Profit Margin (2014 – 2018E)



Source : Company Data and FSS Estimates

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CRD ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2018 ที่ 14 เท่า อ้างอิงจากบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันอย่าง บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน) (TPOLY) ที่ซื้อขายกันระดับ PE ปี 2016 ที่ 15 เท่า และเมื่อเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิเฉลี่ย 27% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (ปี 2017-18) ของ CRD คิดเป็น PEG เพียง 0.52 เท่า ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2018 ที่ 1.90 บาทต่อหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นและการเพิ่มทุน

CRD มีทุนจดทะเบียน 250 ลบ. โดยเป็นทุนเรียกชำระแล้วเท่ากับ 175 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญ 350 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท สำหรับหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) นี้ จำนวน 150 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 30 ของหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัท ซึ่งภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแก่ประชาชนครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเท่ากับ 250 ลบ. โดยแบ่งเป็นหุ้นสามัญ 500 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

CRD มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อ

1. ลงทุนในการซื้อเครื่องจักรอุปกรณ์ และยานพาหนะที่ใช้ในงานก่อสร้าง

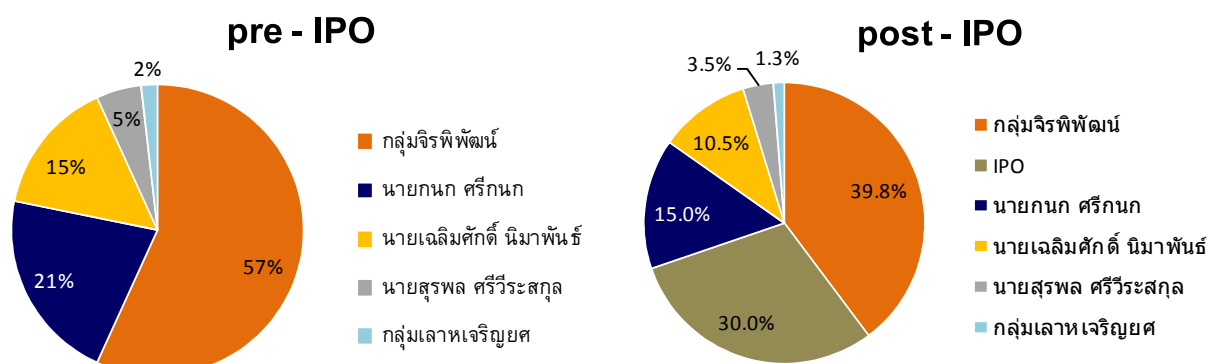
- ลงทุนเพิ่มเติมพื้นที่สำนักงาน / อุปกรณ์สำนักงาน / เครื่องคอมพิวเตอร์และโปรแกรมคอมพิวเตอร์ สำหรับรองรับการขยายฝ่ายงานต่างๆ อาทิ ฝ่ายวิศวกรรมออกแบบ, ฝ่ายงานระบบไฟฟ้าแรงสูง และฝ่ายงานระบบสุขาภิบาล และประปา
- ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับโครงการก่อสร้าง และการขยายธุรกิจในอนาคต

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1 กลุ่มจิรพัฒน์	56.80	39.76
2 นายกนก ศรีกนก	21.40	14.98
3 นายเฉลิมศักดิ์ นิมาพันธ์	15.00	10.50
4 นายสุพล ศรีวีระสกุล	5.00	3.50
5 นายปรีชา เลหาเจริญยศ	1.10	0.77
6 นายวิทยา เลหาเจริญยศ	0.70	0.49
รวม ก่อนการเสนอขาย	350,000,000	350,000,000
ประชาชนทั่วไป		150,000,000
รวม หลังการเสนอขาย	440,000,000	500,000,000

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในแต่ละปี ในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิที่เหลือหลังจากหักสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายกำหนด โดยพิจารณาจากงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะขึ้นกับกระแสเงินสด แผนการลงทุน เงื่อนไขทางกฎหมาย ซึ่งบริษัทจะคำนึงถึงความจำเป็นและความเหมาะสมของปัจจัยอื่นๆ ในอนาคต และการจ่ายเงินปันผลนั้นจะไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานปกติของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ มติคณะกรรมการของบริษัทที่อนุมัติให้จ่ายเงินปันผลจะต้องนำเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติ อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทมีอำนาจในการพิจารณาจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้ หากเห็นควรมีความเหมาะสมและไม่กระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจะต้องรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวถัดไป



ปัจจัยความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการประมาณต้นทุนไม่ถูกต้อง

สัญญาก่อสร้างเป็นสัญญาเหมาจ่าย หรือสัญญาที่ได้มีการตกลงราคาที่แน่นอนแล้ว การประมาณการต้นทุน และการควบคุมต้นทุนให้เป็นไปตามประมาณการจึงมีความสำคัญต่อผลกำไรของบริษัท หากมีการประมาณการต้นทุนที่ผิดพลาดอาจทำให้บริษัทมีความเสี่ยงเรื่องผลกำไรไม่เป็นไปตามเป้าหมาย หรืออาจส่งผลให้บริษัทประสบปัญหาขาดทุนจากการดำเนินงานรับเหมาก่อสร้างในโครงการนั้น

2. ความเสี่ยงจากความไม่ต่อเนื่องของรายได้จากการรับเหมาก่อสร้าง

เนื่องจากรายได้งานตามสัญญา เกิดจากการเข้ารับงานก่อสร้างจนสิ้นสุดเมื่องานสำเร็จ และส่งมอบให้แก่ลูกค้า หากบริษัทยังไม่มีการใหม่เข้ามารองรับ บริษัทต้องรับภาระค่าใช้จ่ายต่างๆ อาทิ ค่าจ้างบุคลากรอย่างต่อเนื่อง ซึ่งบริษัทจะได้รับความเสี่ยงในส่วนของการค่าใช้จ่ายไม่สอดคล้องกับรายได้ที่จะได้รับ อาจส่งผลกระทบต่อผลกำไรการดำเนินงานของบริษัท

3. ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง ซึ่งจะทำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาด และกำไรลดลง

ธุรกิจก่อสร้างเป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง ปัจจุบันมีผู้รับเหมาในตลาดอยู่จำนวนมาก ทั้งรายเล็ก รายกลาง และรายใหญ่ เป็นผลให้บริษัทต้องเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรง และอาจทำให้เกิดการแข่งขันในด้านของราคาที่ทำให้กำไรตามสัญญาลดลง

4. ความเสี่ยงจากเจ้าของโครงการชำระเงินล่าช้า และชำระเงินไม่ได้

เนื่องจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างจะสามารถเรียกเก็บเงินค่าจ้างตามสัญญาได้ก็ต่อเมื่อการดำเนินงานก่อสร้างสัญญาได้บรรลุขั้นความสำเร็จ ทำให้บริษัทต้องดำเนินการก่อสร้าง และแบกรับต้นทุน ค่าใช้จ่าย ก่อนที่จะสามารถเรียกเก็บค่าจ้างงาน และได้รับเงินจากเจ้าของโครงการ

5. ความเสี่ยงจากการก่อสร้างไม่แล้วเสร็จทันตามกำหนดในสัญญา

หากบริษัทไม่สามารถส่งมอบงานได้ตามกำหนด อาจต้องชดเชยค่าเสียหายจากความล่าช้าที่เกิดขึ้น โดยค่าปรับจากการดำเนินงานไม่แล้วเสร็จสัญญาปกติจะอยู่ที่ร้อยละ 0.10-0.20 ของมูลค่าตามสัญญาสำหรับวันที่ล่าช้าโดยไม่มีเหตุอันควร ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กระแสเงินสดของกิจการ และชื่อเสียงของบริษัท

6. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาวัสดุก่อสร้าง

ราคาของวัสดุก่อสร้างขึ้นกับภาวะตลาดทั้งในประเทศ และต่างประเทศ โดยเฉพาะ เหล็ก ปูนซีเมนต์ และอิฐมวลเบา ซึ่งหากขาดแคลนอาจทำให้บริษัทไม่สามารถจัดหาวัสดุที่ต้องการได้ในปริมาณ และราคาที่เหมาะสม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อแผนการดำเนินงาน และต้นทุนของโครงการได้ โดยบริษัทมีต้นทุนวัสดุที่ใช้ในโครงการก่อสร้างเฉลี่ยคิดเป็นประมาณร้อยละ 45-55 ของต้นทุนรับเหมาก่อสร้าง

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	727	1,219	1,046	1,528	1,702
Cost of sales	630	1,065	948	1,398	1,549
Gross profit	97	153	98	130	153
SG&A costs	44	52	55	73	80
Operating profit	53	101	43	57	73
Other income	10	7	14	15	17
EBIT	63	109	59	73	92
EBITDA	63	135	78	94	117
Interest charge	9	6	6	8	6
Tax on income	13	22	11	13	17
Normalized Profit	42	81	42	52	68
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	42	81	42	52	68

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Net Profit	-	81	42	52	68
Depreciation etc.	-	26	19	21	25
Change in working capital	-	-98	-21	-73	-16
Other adjustments	-	0	0	0	0
Cash flow from operations	-	9	41	1	77
Capital expenditure	-	-9	-18	-41	-55
Others	-	-17	-11	-26	-10
Cash flow from investing	-	-25	-29	-67	-65
Free cash flow	-	-16	11	-67	12
Net borrowings	-	26	-19	-1	7
Equity capital raised	-	0	110	75	0
Dividends paid	-	-10	-128	-26	-34
Others	-	0	0	0	0
Cash flow from financing	-	-15	-7	173	-27
Net change in cash	-	-32	5	106	-15

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash	41	10	14	121	105
Accounts receivable	134	332	379	458	511
Inventory	15	19	34	38	43
Other current assets	0	0	0	0	0
Total current assets	191	360	427	617	659
Investments	32	36	38	53	60
Plant, property & equipment	178	160	159	179	209
Other assets	2	16	25	35	39
Total assets	403	571	648	885	966
Short-term loans	47	78	118	93	100
Accounts payable	165	182	240	280	310
Current maturities	32	13	5	5	6
Other current liabilities	1	75	26	22	25
Total current liabilities	245	348	389	400	441
Long-term debt	17	4	3	5	5
Other non-current liab.	9	47	30	27	34
Total non-current liab.	25	51	32	32	39
Total liabilities	270	399	421	432	479
Registered capital	65	65	175	250	250
Paid up capital	65	65	175	250	250
Share premium	0	0	0	125	125
Legal reserve	3	7	12	12	12
Retained earnings	68	108	52	78	112
Others	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	133	173	227	453	487

Important Ratios (Consolidated)

	2014	2015	2016	2017E	2018E
Growth (%)					
Sales	-	67.5	-14.2	46.0	11.4
EBITDA	-	113.2	-42.4	21.1	24.1
Net profit	-	93.5	-47.3	22.5	31.4
Normalized profit	-	93.5	-47.3	22.5	31.4
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	13.4	12.6	9.4	8.5	9.0
EBITDA margin	8.7	11.1	7.4	6.2	6.9
EBIT margin	8.7	8.9	5.7	4.8	5.4
Normalized profit margin	5.7	6.6	4.1	3.4	4.0
Net profit margin	5.7	6.6	4.1	3.4	4.0
Normalized ROA	10.3	14.1	6.6	5.9	7.1
Normalize ROE	31.4	46.7	18.7	11.5	14.1
Normalized ROCE	26.3	36.1	16.4	10.7	13.0
Risk (x)					
D/E	0.4	0.1	0.04	0.02	0.02
Net D/E	0.1	0.04	Cash	Cash	Cash
Net debt/EBITDA	0.1	0.1	Cash	Cash	Cash
Per share data (Bt)					
EPS - Reported	64.14	124.10	24.28	0.10	0.14
EPS - Normalized	64.14	124.10	24.28	0.10	0.14
EBITDA	97.44	207.77	44.49	0.19	0.23
Book value	204.39	265.52	129.74	0.91	0.97
Dividend	-	-	-	0.05	0.07
Par	100	100	100	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	0.02	0.01	0.1	13.8	10.5
P/E - Normalized	0.02	0.01	0.1	13.8	10.5
P/BV	0.01	0.01	0.0	1.6	1.5
EV/EBTDA	3.6	2.9	5.3	10.9	9.4
Dividend Yield	-	-	-	3.6	4.7

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สาขางานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 3 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารเอส ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรเจริญ ต. หมากรับ อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี
สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล
ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน
รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ
ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบความ
เสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน
บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำ
ออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควร
ศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์
ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดง
สิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC