FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

11 กรกฎาคม 2561

Re-Coverage

BKD (BKD TB)

บมจ. บางกอก เดค-คอน

Current	Previous	Close	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
BUY	BUY	3.18	4.50	+41.5%	N/A	N/R

Consolidated earnings

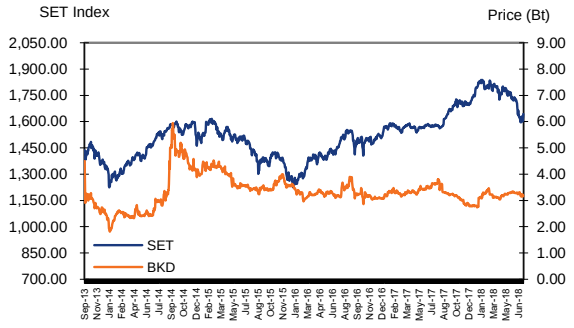
BT (mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	79	41	172	228
Net profit	79	331	172	228
Normalized EPS (Bt)	0.08	0.04	0.15	0.19
EPS (Bt)	0.08	0.34	0.15	0.19
% growth	-57.73	319.10	-55.21	24.51
Dividend (Bt)	0.13	0.27	0.12	0.15
BV/share (Bt)	1.16	1.16	1.54	1.72
EV/EBITDA (x)	25.5	64.2	17.2	18.9
Normalized PER (x)	39.5	76.4	21.0	16.9
PER (x)	39.5	9.4	21.0	16.9
PBV (x)	2.7	2.7	2.1	1.8
Dividend yield (%)	4.2	8.5	3.8	4.7
ROE (%)	8.2	28.8	11.9	11.8
YE No. of shares (million)	986	986	1,148	1,220
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	MAI-Property & Construction
Close (10/07/2018)	3.18
SET Index	1,643.60
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.01
Paid up shares (million)	1,076.21
Free float (%)	38.68
Market cap (Bt m)	3,136.15
Avg daily T/O (Bt m) (2018 YTD)	7.86
hi, lo, avg (Bt) (2018 YTD)	3.52, 2.72, 3.24

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Natapon Khamthakrue
Register No.: 026637
Tel.: +662 646 9820
email: natapon.k@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

Finansia Syrus Securities

LINE@ @fnsyrus

Backlog สูงสุดตั้งแต่เข้าตลาด และมี Upside จากธุรกิจบริหารน้ำ

เรากลับมาแนะนำซื้อ BKD ในฐานะหุ้น Turnaround โดยคาดว่าผลประกอบการหลังจากนี้จะมีเสถียรภาพมากขึ้น จากการหันมาโฟกัสธุรกิจตุกแต่งภายในที่ตัวเองถนัด จนทำให้ Backlog พุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ตั้งแต่จัดตั้งบริษัทมา ซึ่งก่อนหน้านี้ BKD ได้ขยายตัวเองไปรับงานก่อสร้างที่ไม่ชำนาญ จนทำให้ผลประกอบการปี 2016-2017 ทรุดตัว ขณะที่ การลงทุนในธุรกิจบริหารจัดการน้ำจะช่วยเพิ่มรายได้ประจำ ที่จะเข้ามาช่วยลดความเสี่ยงทางธุรกิจและ Risk Premium ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยเราคาดกำไรปกติปีนี้ 172 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 366% Y-Y และปีหน้า 228 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 32% Y-Y นอกจากนี้ BKD ยังมีการถือครองที่ดินสภาพคล่องสูง ที่คิดเป็นมูลค่าราว 1 บาทต่อหุ้น และมีการจ่ายปันผลสม่ำเสมอ 4-5% ต่อปี เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี SOTP ได้เท่ากับ 4.50 บาท แบ่งเป็นธุรกิจตกแต่งภายใน 3.70 บาท และธุรกิจบริหารจัดการน้ำ 0.80 บาท

ทำไมเราถึงกลับมาสนใจ BKD

ก่อนหน้านี้เรามองว่า BKD มีความผันผวนเชิงธุรกิจมากเกินไป จากการผันตัวเองไปรับงานก่อสร้างที่ไม่มีความชำนาญ แต่หลังจากปรับกลยุทธ์มารับงานตกแต่งภายในที่ตัวเองถนัด ควบคู่ไปกับแผนควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด ทำให้เรากลับมามั่นใจในตัวธุรกิจหลักอีกครั้ง ขณะที่ การเข้าลงทุนในธุรกิจบริหารจัดการน้ำ จะช่วยทั้งหนุนการเติบโตและลดความผันผวนให้กับผลประกอบการในคราวเดียวกัน ซึ่งเมื่อรวมกับการเข้ามาถือหุ้น 6.3% ของกลุ่ม BTS ที่จะทำให้เกิด Synergy ต่อกันในอนาคต โอกาสที่กำไรจะกลับไปทรุดตัวแรงเหมือนปี 2016-2017 จึงไม่ควรเกิดขึ้น

มูลค่าตลาดตกแต่งภายในเร่งตัว หนุนงานในมือทำสถิติสูงสุดใหม่

งานในมือของ BKD สอดคล้องกับแนวโน้มการฟื้นตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งวัดจากดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และยอดจดทะเบียนอาคารชุด+ที่อยู่อาศัยที่เติบโตสูง Y-Y โดยปัจจุบันทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 2 พันล้านบาท ส่วนงานที่รอประมูลทั้งในและต่างประเทศอยู่ที่ 5 พันล้านบาท ถ้าอิงโอกาสความสำเร็จในอดีตที่ 20-30% จะหนุนงานในมือช่วงที่เหลือของปีเพิ่มขึ้นได้อีกราว 1 พันล้านบาท

ธุรกิจน้ำจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้ BKD และทำให้ Risk Premium ลดลงในระยะยาว

เรามองการก้าวเข้าสู่ธุรกิจบริหารจัดการน้ำ จะเป็นกุญแจสำคัญที่จะหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนให้กับ BKD เพราะพื้นที่จังหวัดภูเก็ตมีความต้องการน้ำสูง และกำลังการผลิตน้ำของหน่วยงานภาครัฐฯ คิดเป็นเพียง 50% ของความต้องการ ความเสี่ยงในการเข้าลงทุน 40% ในบริษัท โกลด์ ซอร์ส จำกัด จึงค่อนข้างต่ำ โดยคาดว่า BKD จะสามารถเข้าลงทุนใน GS และเริ่ม COD โครงการน้ำได้ตั้งแต่ ต.ค. 18 มีอายุสัญญาคงเหลือ 25 ปี และคาดว่ามี NPV ที่ 827 ล้านบาท และ Equity IRR ที่ 16% ซึ่งเมื่อคิดเป็นส่วนเพิ่มมูลค่าให้กับ BKD จะอยู่ที่ 0.80 บาทต่อหุ้น

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ที่ 4.50 บาท แนะนำซื้อ

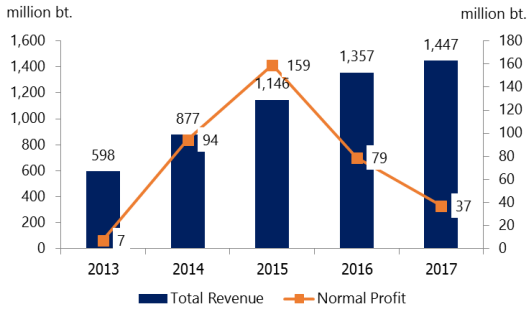
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ของ BKD ได้เท่ากับ 4.50 บาท ด้วยวิธี Sum-of-the-part โดยในส่วนของธุรกิจตกแต่งภายใน อิง PE Multiplier เฉลี่ยตั้งแต่เข้าตลาดที่ 25 เท่า ได้เท่ากับ 3.70 บาทต่อหุ้น และธุรกิจบริหารจัดการน้ำประเมินด้วยวิธี DCF อิง WACC 7% และ Terminal growth 2% ตามอายุสัมปทานคงเหลือ 25 ปี ได้เท่ากับ 0.80 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้เราสมมติให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นตามคาดการณ์การแปลง BKD-W1 ที่ปีละ 20% ของจำนวน warrant ที่ออกมาทั้งหมด แนะนำซื้อ เพราะ (1) ผลประกอบการที่จะกลับมา Turnaround โดยคาดว่าจะเริ่มทำสถิติสูงสุดใหม่ตั้งแต่ปีนี้ (2) Downside จำกัดด้วยสินทรัพย์ที่ถือครองอยู่ทั้งที่ดินและธุรกิจบริหารจัดการน้ำ ซึ่งมีมูลค่ารวมกันราว 1.80 บาทต่อหุ้น (3) มีปันผลสม่ำเสมอเฉลี่ย 4-5% ต่อปี

ความเสี่ยง การชะลอตัวทางเศรษฐกิจ และการแข่งขันในธุรกิจตกแต่งภายในที่สูง

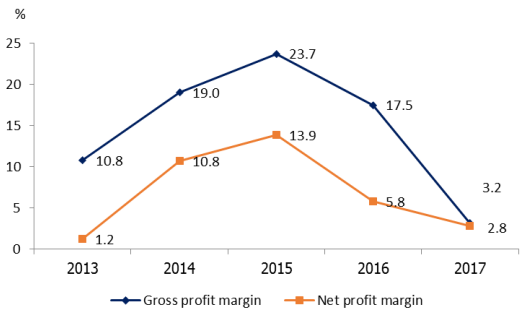
ทำไมเราถึงกลับมาสนใจ BKD

BKD เผชิญกับความเสี่ยงทางธุรกิจอย่างมากในปี 2016-2017 จากเดิมที่ทำเฉพาะงานตกแต่งภายใน แต่ด้วยสภาพเศรษฐกิจและตลาดงานตกแต่งที่ชะลอตัว ทำให้ต้องขยับไปรับงานกึ่งรับเหมาก่อสร้าง (มีทั้งงานก่อสร้างและตกแต่งภายใน) ซึ่งผลของความไม่ชำนาญทำให้ประสบปัญหาขาดทุนใน 2Q17-4Q17 ก่อนจะเริ่มกลับมามีกำไรใน 1Q18 จากการกลับมาโฟกัสในธุรกิจที่ตัวเองถนัด แน่นอนว่าผลของการเรียนรู้จากประสบการณ์ที่จะทำให้ไม่กลับไปขาดทุน คือปัจจัยแรกที่ทำให้เรากลับมาสนใจ BKD ขณะที่ การขยายธุรกิจไปบริหารจัดการน้ำ ซึ่งเป็นธุรกิจใหม่และมีความเสี่ยงต่ำ เป็นอีกปัจจัยที่จะช่วยหนุนการเติบโตและลดความผันผวนให้กับผลประกอบการระยะยาว นอกจากนี้ ความโดดเด่นในการบริหารเงินสดส่วนเกินโดยการนำไปลงทุนในที่ดิน ซึ่งที่ผ่านมาพิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าสามารถสร้างเซอร์ไพร์สเชิงบวก ด้วยการจ่ายปันผลพิเศษให้กับนักลงทุน จะเป็นปัจจัยจำกัด Downside ให้กับราคาหุ้น ซึ่งมูลค่าของที่ดินในทางบัญชีอยู่ที่ 0.70 บาทต่อหุ้น

ผลประกอบการปี 2013-2017



อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิปี 2013-2017

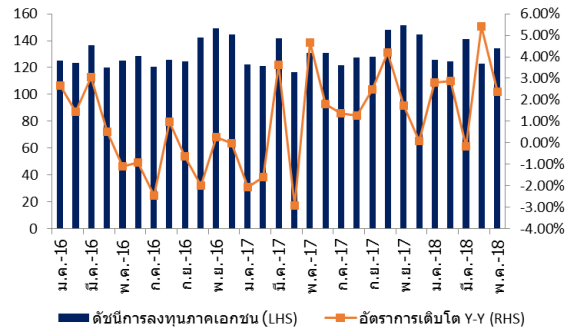


Source: setsmart, Finansia Research

มูลค่าตลาดตกแต่งภายในปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น

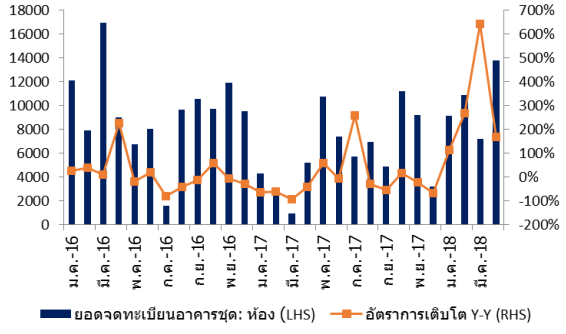
โครงสร้างรายได้ของ BKD มาจากงานภาครัฐฯและเอกชนอย่างละครึ่ง ซึ่งแม้มูลค่าตลาดตกแต่งภายในจะไม่สามารถประเมินได้ เพราะมีทั้งกลุ่มลูกค้าที่สร้างอาคารใหม่ และกลุ่มลูกค้าที่ปรับปรุงอาคารเดิม แต่ก็พอจะอ้างอิงจากงบลงทุนภาครัฐฯ และยอดจดทะเบียนอาคารชุดและที่อยู่อาศัยได้บ้าง ซึ่งงบลงทุนภาครัฐฯในแต่ละปีจะอยู่ที่ราว 6.5-6.6 แสนล้านบาทต่อปี หรือ 20-23% ของงบประมาณรายจ่ายประจำปี โดยช่วงต้นปีนี้อาจมีการเบิกจ่ายล่าช้าอยู่บ้าง จากผลกระทบของทั้ง พรบ. จัดซื้อจัดจ้าง และ พรบ. วินัยการเงินการคลัง แต่คาดว่าจะเร่งตัวในปลายไตรมาส 3 ที่เป็นโค้งสุดท้ายของการเบิกจ่ายงบประมาณเหมือนทุกปีที่ผ่านมา ส่วนการลงทุนภาคเอกชน ถ้าพิจารณาจากดัชนีการลงทุนภาคเอกชนรายเดือนของ ธปท. ถือว่าเริ่มฟื้นตัว โดยมีอัตราการเติบโตแบบ Y-Y เป็นบวกมาตั้งแต่กลางปี 2017 ขณะที่ ยอดจดทะเบียนอาคารชุดและที่อยู่อาศัยใหม่ก็มีการฟื้นตัวในทิศทางเดียวกัน

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราการเติบโต



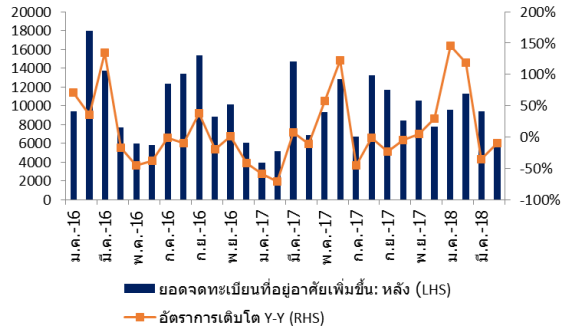
Source: BOT, Finansia Research

ยอดจดทะเบียนอาคารชุดและอัตราการเติบโต



Source: BOT, Finansia Research

ยอดจดทะเบียนที่อยู่อาศัยและอัตราการเติบโต



Source: BOT, Finansia Research

งานในมือทำสถิติสูงสุดใหม่

งานในมือของ BKD สอดคล้องกับแนวโน้มการฟื้นตัวของอุตสาหกรรม โดยปัจจุบันทำสถิติสูงสุดใหม่ตั้งแต่เข้าตลาดฯที่ 2 พันล้านบาท คาดว่าจะรับรู้รายได้ช่วงที่เหลือของปีนี้ราว 1.4 พันล้านบาท และเหลือไปรับรู้รายได้ในปีหน้าราว 600 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นงานตกแต่งภายในให้กับโรงแรมและโรงพยาบาลที่ BKD ถนัด ส่วนงานที่รอประมูลทั้งในและต่างประเทศ เช่น พม่า และกัมพูชา คาดว่าจะอยู่ที่ราว 5 พันล้านบาท ซึ่งถ้าอิงโอกาสความสำเร็จในอดีตที่ 20-30% คาดว่าจะหนุนงานในมือช่วงที่เหลือของปีได้อีกราว 1 พันล้านบาท

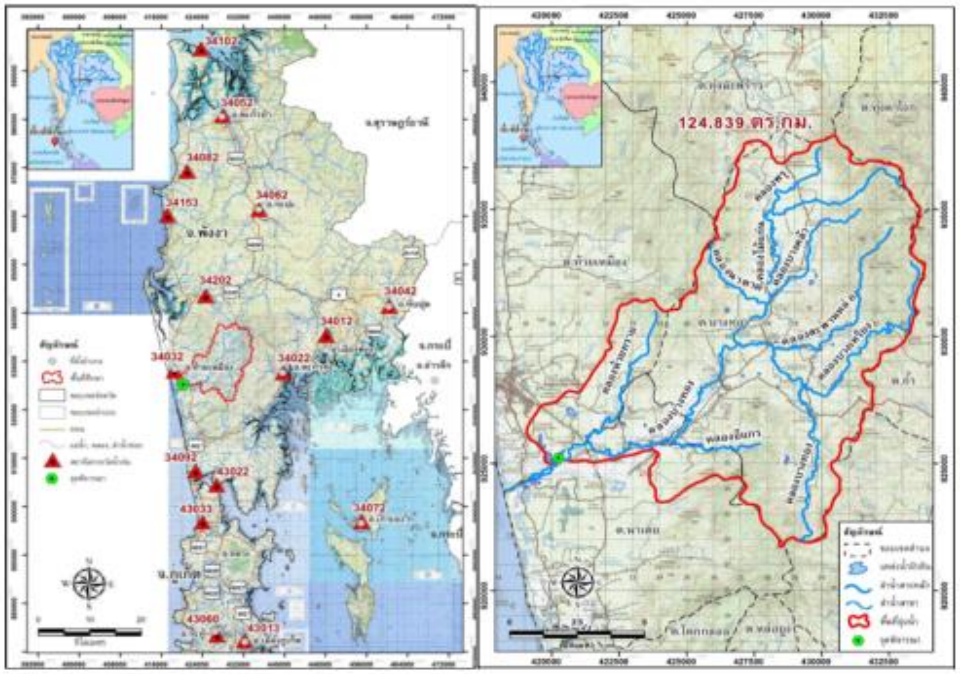
ธุรกิจบริหารจัดการน้ำจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้ BKD และทำให้ Risk Premium ลดลงในระยะยาว

การก้าวเข้าสู่ธุรกิจบริหารจัดการน้ำของ BKD ที่เป็นธุรกิจใหม่ทำให้เรากังวลในช่วงแรก แต่หลังจากได้ศึกษาถึงความต้องการน้ำจืดที่สูงในพื้นที่ภาคใต้ และราคาขายน้ำรวมถึงต้นทุนในการดำเนินงานของผู้ผลิตน้ำในพื้นที่ ซึ่งมีระดับอัตรากำไรที่น่าพอใจ ทำให้เรามองว่าธุรกิจนี้จะเป็นกุญแจสำคัญที่จะหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนให้กับ BKD โดยถ้าอิงจากคาดการณ์ความต้องการน้ำของจังหวัดภูเก็ตปีนี้ที่ระดับ 62 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปี และจะเพิ่มเป็น 78-80 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปีในปี 2027 กำลังการผลิตน้ำของหน่วยงานภาครัฐฯที่ 30-32 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปี คิดเป็นเพียง 50% ของความต้องการ ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจบริหารจัดการน้ำจังหวัดภูเก็ต ผ่านการลงทุน 40% ในบริษัท โกลด์ ซอร์ส จำกัด (GS) จึงค่อนข้างต่ำ โดยคาดว่า BKD จะสามารถเข้าลงทุนใน GS และเริ่ม COD โครงการน้ำได้ตั้งแต่ ต.ค. 18

จากการประเมินภายใต้สมมติฐานกรณีปกติ เราคาดว่าปริมาณการจ่ายน้ำจะเริ่มจาก 20,000 ลูกบาศก์เมตรต่อวัน และเพิ่มขึ้นปีละ 20,000 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อวันในปีถัดๆไป จนไปแตะกำลังการผลิตสูงสุดที่คาดว่าจะทำได้ 100,000 ลูกบาศก์เมตรต่อวันในปี 2022 โดยในช่วงตลอดอายุสัญญาคงเหลือ 25 ปี คาดว่าจะมี NPV ที่ 827 ล้านบาท และ Equity IRR ที่ 16% ซึ่งเมื่อคิดเป็นส่วนเพิ่มมูลค่าให้กับ BKD คาดว่าจะอยู่ที่ 0.80 บาทต่อหุ้น

และด้วยความที่ โครงการผลิตน้ำดังกล่าวเป็นการใช้น้ำจากบ่อพักในจังหวัดพังงาแล้วเดินท่อปะปาเพื่อขนส่งมาจ่ายน้ำที่จังหวัดภูเก็ต จึงมีโอกาสที่จะขยายพื้นที่ให้บริการในบริเวณใกล้เคียง เช่น จังหวัดกระบี่ที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวสำคัญ ซึ่งถือเป็น Upside เพิ่มเติมต่อประมาณการของเราในอนาคต

แผนที่ตั้งโครงการบริหารจัดการน้ำ

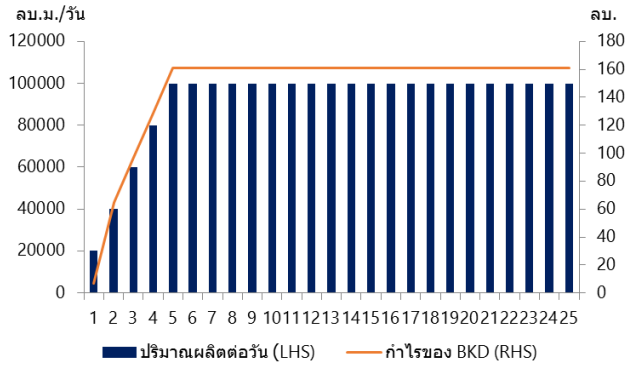


Source: BKD

พื้นที่แหล่งน้ำดิบที่อำเภอท้ายเหมือง จังหวัดพังงา

Source: BKD

สมมติฐานปริมาณการผลิตน้ำและส่วนแบ่งกำไรจากโครงการบริหารจัดการน้ำ



Source: Finansia Research

การเข้ามาของ BTS เป็นมากกว่าแค่ผู้ถือหุ้นธรรมดา

BKD ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP ให้กับ BTS จำนวน 72 ล้านหุ้น ที่ราคา 3.30 บาท คิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้นหลังเพิ่มทุน 6.3% แม้จะเป็นสัดส่วนที่ไม่มาก และการประเมินมูลค่าเพิ่มต่อกันยังไม่สามารถคำนวณได้ แต่ด้วยด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจของทั้งคู่สามารถเกื้อหนุนกัน เราจึงคาดว่าจะเกิด Synergy ต่อกันในอนาคต โดย BTS มีธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ต้องการผู้ตกแต่งภายใน ส่วน BKD ก็มีที่ดินเพื่อรอการพัฒนาบริเวณรถไฟฟ้าสีเขียวเหนือของ BTS

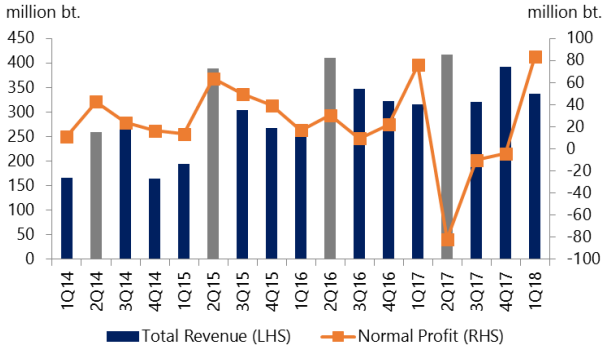
มีมูลค่าแฝงในตัวของที่ดินรอการพัฒนา

จุดเด่นของ BKD นอกจากการเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมตกแต่งภายในแล้ว ยังสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นผ่านการลงทุนในที่ดิน ซึ่งสร้างผลตอบแทนได้อย่างน่าประทับใจกับการขายที่ดินบริเวณกรุงเทพกรีฑา ที่มีกำไรหลังภาษีราว 367 ล้านบาท หรือ 0.30 บาทต่อหุ้น โดยจากการประเมินที่ดินบริเวณคูคต ลำลูกกา 28 ไร่ เราคาดว่าจะมีมูลค่าไม่น้อยกว่า 1 พันล้านบาท หรือราว 1 บาทต่อหุ้น เทียบกับราคาทุนที่ซื้อมาเมื่อ 2 ปีก่อน 616.24 ล้านบาท

คาดผลประกอบการ 2Q18 โดดเด่น Y-Y ต่อเนื่องจาก 1Q18

เราคาด BKD จะพลิกกลับมามีกำไรปกติราว 30 ล้านบาทใน 2Q18 จากที่ขาดทุนปกติมากถึง 82 ล้านบาทใน 2Q17 (กำไรสุทธิ 2Q17 เท่า 269 ล้านบาท เพราะมีการบันทึกกำไรจากการขายที่ดิน 367 ล้านบาท) แต่เมื่อเทียบกับ 1Q18 ที่ทำกำไรสุทธิได้ถึง 83 ล้านบาท อาจดูลดลงมาก เพราะ 1Q18 มีการบันทึกกำไรของงานที่ไม่สามารถบันทึกได้ตลอดปี 2017 ที่ผ่านมา (แต่มีการบันทึกต้นทุนไปก่อนแล้ว) โดยงานส่วนใหญ่ที่จะบันทึกใน 2Q18 คือ BDMS Wellness Clinic, โรงแรมที่จังหวัดภูเก็ต, เกตเวย์บางซื่อ, และโครงการที่ทำร่วมกับ ชิป หมง แลนด์ ในกัมพูชา

รายได้และกำไรสุทธิรายไตรมาส

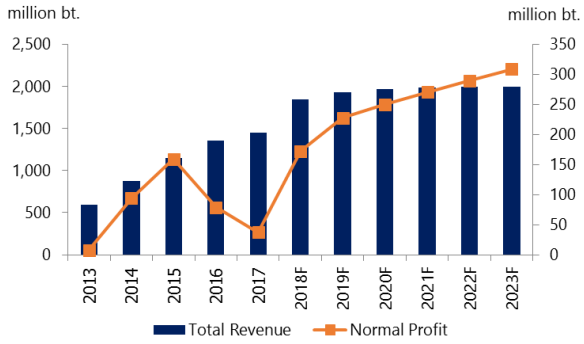


Source: BKD, Finansia Research

คาดกำไรปกติปี 2018 ที่ 172 ล้านบาท ทำจุดสูงสุดใหม่ตั้งแต่เข้าตลาด

เราคาดกำไรปกติปี 2018 ที่ 172 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 366% Y-Y จากการทยอยรับรู้งานในมือที่มีอยู่ราว 2,000 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นงาน Renovate และตกแต่งภายในให้กับโรงแรมชั้นนำ และคาดว่าจะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรธุรกิจบริหารจัดการน้ำตั้งแต่ ต.ค. 18 ภายใต้สมมติฐานที่ระดับการจ่ายน้ำ 20,000 ลูกบาศก์เมตรต่อวัน และสัดส่วนการรับรู้ที่ระดับ 40% ตามสัดส่วนการถือหุ้น แต่เมื่อดูที่กำไรสุทธิจะลดลง 48% Y-Y เพราะปี 2017 มีบันทึกกำไรจากการขายที่ดิน 367 ล้านบาท ส่วนในปี 2019 คาดกำไรปกติยังโตสูง 32% Y-Y อยู่ที่ 228 ล้านบาท จากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรธุรกิจบริหารจัดการน้ำเต็มปีเป็นสำคัญ

แนวโน้มรายได้และกำไรสุทธิปี 2013-2023F



Source: BKD, Finansia Research

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ที่ 4.50 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ของ BKD ได้เท่ากับ 4.50 บาท ด้วยวิธี Sum-of-the-part โดยในส่วนของธุรกิจตกแต่งภายในประเมินด้วยวิธี Relative PE อิง PE Multiplier เฉลี่ยตั้งแต่เข้าตลาดที่ 25 เท่า ได้เท่ากับ 3.70 บาทต่อหุ้น และธุรกิจบริหารจัดการน้ำประเมินด้วยวิธี DCF อิง WACC 7% และ Terminal growth 2% ตามอายุสัมปทานคงเหลือ 25 ปี ได้เท่ากับ 0.80 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้เราสมมติให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นตามคาดการณ์การแปลง BKD-W1 ที่ปีละ 20% ของจำนวน warrant ที่ออกมาทั้งหมด 358.74 ล้านหน่วย

เราแนะนำซื้อ ด้วยเหตุผล (1) ผลประกอบการที่จะกลับมา Turnaround แบบ V-Shape จนถึงขั้นทำสถิติสูงสุดใหม่ตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป (2) Downside จำกัดด้วยสินทรัพย์ที่ถือครองอยู่ทั้งที่ดินและธุรกิจบริหารจัดการน้ำ ซึ่งมีมูลค่ารวมกันราว 1.80 บาทต่อหุ้น (3) มีปันผลสม่ำเสมอเฉลี่ย 4-5% ต่อปี

ความเสี่ยงอยู่ที่การดำเนินธุรกิจหลัก ซึ่งเรามองว่าระดับราคาหุ้นปัจจุบันค่อนข้างจำกัด

ความเสี่ยงของ BKD แบ่งพิจารณาใน 2 ธุรกิจ กล่าวคือ ธุรกิจตกแต่งภายในยังมีความเสี่ยงที่สูง เพราะปริมาณงานแปรผันโดยตรงกับภาวะเศรษฐกิจ และการแข่งขันภายในอุตสาหกรรมที่เพิ่มสูงขึ้นจากการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ โดยในกรณี Worst Case ถ้าสมมติให้กำไรปกติเท่ากับค่าเฉลี่ยที่ทำได้ในปี 2014-2017 ราว 111 ล้านบาทต่อปี กำไรต่อหุ้นจะอยู่ที่ 0.10 บาท เมื่ออิง PE Multiplier ที่ 25 เท่า มูลค่าของธุรกิจนี้จะเหลือ 2.50 บาทต่อหุ้น

ส่วนธุรกิจบริหารจัดการน้ำ เรามองว่ามีความเสี่ยงต่ำ เพราะเป็นพื้นที่ที่โครงสร้างตลาดเป็นอุปสงค์ส่วนเกิน และมีสัญญาครอบคลุมระยะเวลาการจ่ายน้ำมากถึง 25 ปี ซึ่งจากการวิเคราะห์ระยะเวลาคืนทุนแบบ Discount payback period จะอยู่ที่ 9 ปี ซึ่งคิดเป็นเพียง 36% ของอายุโครงการ ความเสี่ยงที่มูลค่าจะต่ำกว่า 0.80 บาทต่อหุ้น จึงค่อนข้างจำกัด

ซึ่งเมื่อรวมทั้ง 2 ธุรกิจนี้แล้ว มูลค่าที่เหมาะสมขั้นต่ำจะเหลือ 3.30 บาทต่อหุ้น ใกล้เคียงกับต้นทุนการเข้ามาถือหุ้น BKD ของ BTS และเมื่อนำมูลค่าที่ดินมาประเมินด้วย ซึ่งเราคาดว่าจะคิดเป็นราว 1 บาทต่อหุ้น PE2018 จะเหลือเพียง 14.5 เท่า ถือเป็นระดับ PE ของ Core Business ที่ต่ำสุดตั้งแต่เข้าตลาด ความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะแกว่งผันผวนรุนแรงหรือทรุดตัวลงมากๆตามทิศทางตลาด จึงอยู่ในระดับที่จำกัดด้วยเช่นกัน

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Revenue	1,146	1,357	1,447	1,844	1,930
Cost of sales	874	1,119	1,401	1,521	1,592
Gross profit	272	238	46	323	338
SG&A	77	147	8	129	135
Operating profit	195	90	38	194	203
Other income	7	11	7	9	10
EBIT	202	101	45	203	212
EBITDA	213	113	58	216	226
Interest charge	1	0	0	7	0
Tax on income	42	22	82	37	41
Earnings after tax	159	79	-36	159	172
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	159	79	41	172	228
Extraordinary items	0	0	367	0	0
Net profit	159	79	331	172	228

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Net profit	159	79	331	172	228
Deprec. & amortization	11	12	12	13	14
Change in working capital	98	-75	-93	-96	-25
Other adjustments	-270	436	-162	17	3
Cash flow from operations	-1	452	88	106	220
Capital expenditure	-4	-640	64	-616	-172
Others	11	-65	-6	-11	-5
Cash flow from investing	8	-705	58	-628	-177
Free cash flow	6	-253	146	-521	43
Net borrowings	6	34	126	73	-85
Equity capital raised	70	425	0	584	287
Dividends paid	-78	-131	-334	-138	-183
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-2	329	-208	519	20
Net change in cash	4	76	-62	-3	63

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Cash& equivalents	12	88	26	24	87
Account receivable	127	157	324	410	429
Inventory	22	31	37	46	48
Other current asset	677	514	471	567	588
Total current asset	838	790	858	1,046	1,151
Investment	95	709	623	1,223	1,383
PPE	100	114	122	126	124
Other asset	25	90	98	109	114
Total assets	1,058	1,703	1,701	2,504	2,772
Short term loan loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	181	309	276	369	386
Current maturities	24	34	157	175	135
Other current liabilities	45	155	62	81	85
Total current liabilities	250	497	495	625	606
Long-term debt	3	1	1	48	0
Other LT liabilities	29	56	59	66	69
Total LT liabilities	32	57	60	114	69
Total liabilities	283	554	555	739	675
Registered capital	526	526	526	762	762
Paid up capital	420	493	493	574	610
Share premium	173	525	525	1,028	1,279
Legal reserve	24	28	45	54	55
Retained earnings	158	102	82	108	153
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	775	1,149	1,146	1,764	2,097

Important Ratios (Consolidated)

	2015	2016	2017	2018E	2019E
Growth (%)					
Revenue	30.7	18.4	6.7	27.4	4.7
Net profit	68.5	-50.4	319.1	-47.9	32.3
Normalized earnings	68.5	-50.4	-48.3	322.8	32.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	23.7	17.5	3.2	17.5	17.5
EBIT margin	17.0	6.7	2.7	10.5	10.5
Normalized profit margin	13.9	5.8	2.8	9.4	11.8
Net profit margin	13.9	5.8	22.9	9.4	11.8
Normalized ROA	17.1	5.8	19.4	8.5	8.6
Normalize ROE	22.7	8.2	28.8	11.9	11.8
Risk (x)					
D/E	0.60	0.74	0.81	0.82	0.82
Net D/E	0.35	0.41	0.46	0.41	0.28
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.19	0.08	0.34	0.15	0.19
Normalized EPS	0.19	0.08	0.04	0.15	0.19
FCF	0.27	-30.86	5.05	-43.97	3.66
Book value	0.92	1.16	1.16	1.54	1.72
Dividend	0.13	0.13	0.27	0.12	0.15
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	16.69	39.48	9.42	21.03	16.89
Norm P/E	16.69	39.48	76.40	21.03	16.89
P/BV	3.43	2.71	2.72	2.06	1.84
EV/EBITDA	13.74	25.45	64.19	17.22	18.89
Dividend yield (%)	4.11	4.19	8.54	3.80	4.74

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเสส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์
(สายงานสนับสนุน) 1768
อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31
ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ
เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา อัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15
ซ.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 ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา บางกะปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา บางนา
589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105)
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 เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 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 อาคารรสา 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 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ต.คูคต อ.ลำลูกกา
จ.ปทุมธานี

สาขา อับดุลราฮิม
990 อาคารอับดุลราฮิมเพลส ชั้น 12
ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม
เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา รัตนาธิเบศร์
576 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 ชั้น 2 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 (ฝั่งริมบึง)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

สาขา อุดรธานี
197/29, 213/3
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี

สาขา เชียงใหม่ 1
308
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

สาขาเชียงใหม่ 2
310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่

สาขาเชียงใหม่ 3
อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1
ห้อง B1-1, B1-2
ต.แม่เหียะ 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
813/30 ถ.นรสิงห์
ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร

สาขา ภูเก็ต
22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
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 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัดย์
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 ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี

สาขา ปัตตานี
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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)