

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
--	--	3.90	5.50	+41%	N/A	N/R

Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	CAZ
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	80
ราคาเสนอขาย (บาท)	3.90
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	11-15 ม.ค. 2019
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	22 ม.ค. 2019
ที่ปรึกษาทางการเงิน	S14 Advisory
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	KTBST
Sector	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

Consolidated earnings

(Bt mn)	2017	2018E	2019E	2020E
Normalized earnings	20	51	103	126
Net profit	23	51	103	126
Normalized EPS (Bt)	0.10	0.26	0.37	0.45
% growth Y-Y	196.3	151.6	43.7	22.9
EPS (Bt)	0.11	0.26	0.37	0.45
% growth Y-Y	107.0	122.2	43.7	22.9
Dividend/share (Bt)	0.10	0.17	0.15	0.18
BV/share (Bt)	0.71	0.80	1.94	2.22
EV/EBITDA (x)	18.9	13.0	9.7	8.4
PER (x) - Normalized	38.5	15.3	10.6	8.7
PER (x)	34.0	15.3	10.6	8.7
PBV (x)	5.5	4.9	2.0	1.8
Dividend yield (%)	2.7	4.5	3.8	4.6
ROE (%) - Normalized	17.0	34.6	29.3	21.7
no. of shares (million)	200.0	200.0	280.0	280.0
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้น IPO ของ บริษัท ซี เอ แซด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Jitra Amornthum Register No.: 014530

Assistant Analyst : Thanapat Sirikul

Tel.: +662 646 9966

email: Jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @fnsyrus

 @fnsyrus

เติบโตตามการลงทุนด้านพลังงานของประเทศ

CAZ ให้บริการรับเหมาก่อสร้างครบวงจร รับเหมาก่อสร้างติดตั้งโครงสร้างและระบบ รวมถึงงานบริการด้านวิศวกรรมโยธาและอาคารที่มีความซับซ้อน มีกลุ่ม PTT เป็นลูกค้าเพียงกลุ่มเดียวซึ่งเป็นทั้งโอกาสและความเสี่ยง การเพิ่มทุนครั้งนี้จะช่วยเพิ่มฐานเงินทุนเพื่อรองรับการประมูลงานขนาดใหญ่ในอนาคตที่มีแนวโน้มจะมากขึ้นตามแผนลงทุนของกลุ่มพลังงานและปิโตรของไทยหลังจากขาดการลงทุนขนาดใหญ่มานาน ปัจจุบันบริษัทมี Backlog ราว 3 พันลบ.รองรับประมาณการรายได้ในปี 2018 - 2019 ของเราแล้ว 90% สำหรับปี 2020 ที่มีส่วนน้อยมาก แต่ตลาดที่ใหญ่ขึ้น คาดหวังว่าบริษัทจะได้รับงานเพิ่ม เราคาดการณ์รายได้ปี 2018-2020 เติบโตเฉลี่ย 29% Gross margin รักษาได้ใกล้เคียงในอดีตที่ 10% +/- เงินจากการเพิ่มทุนจะนำไปคืนหนี้บางส่วน ทำให้กำไรสุทธิโตเฉลี่ย 56% CAGR เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2019 ที่ 5.5 บาท อิง PE 15 เท่า ใกล้เคียงกับคู่แข่งในอุตสาหกรรม

กำไรในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาเติบโตได้ดีแม้อุตสาหกรรมซบเซา

ด้วยความสัมพันธ์ที่ดีของผู้บริหารกับลูกค้าในเครือ PTT รวมถึงคุณภาพงานตรงตามมาตรฐานสูงของลูกค้า ทำให้ Backlog ตั้งแต่เริ่มจัดตั้งบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง รายได้ในปี 2015 - 2017 เติบโตเฉลี่ย 17% CAGR และจากความสามารถของผู้บริหาร ประกอบกับระบบสารสนเทศที่มีประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุนและการส่งมอบงานตรงเวลา ทำให้บริษัทสามารถรักษา Gross Profit Margin ไว้ที่ระดับ 10% และควบคุมรายจ่ายส่วนอื่นได้ดีส่งผลให้กำไรสุทธิโตเฉลี่ย 57% CAGR ขณะที่หลายบริษัทในอุตสาหกรรมเผชิญปัญหาขาดทุนในช่วงเวลาดังกล่าวเพราะไม่มีงานในประเทศออกมาให้ประมูลมากนัก

Backlog ที่มีเกือบทั้งหมดรับรู้ในปี 2018 - 2019

จากแผนการลงทุนของธุรกิจพลังงานในไทยช่วง 3 - 5 ปีข้างหน้าที่มีมูลค่ารวมกันกว่า 2.5 แสนลบ. เรามองว่าเป็นจังหวะที่ดีของ CAZ ในการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ ในระยะนี้เพื่อเพิ่มฐานเงินทุน เพิ่มโอกาสในการเข้าประมูลงานก่อสร้างที่มีขนาดใหญ่ขึ้น สำหรับ Backlog ปัจจุบันที่มีราว 3 พันล้านบาท เกือบทั้งหมดจะรับรู้ในปี 2018 - 2019 ซึ่งรองรับประมาณการรายได้ของเราในช่วง 2 ปีดังกล่าวประมาณ 90% สำหรับปี 2020 แม้ว่างานที่เซ็นสัญญาแล้วยังมีเพียง 5% แต่ด้วยงานก่อสร้างในปีดังกล่าวที่คาดว่าจะมีมูลค่าราว 7 หมื่นลบ. เราคาดหมายว่าบริษัทจะได้รับงานเพิ่ม เราจึงคาดการณ์รายได้ปี 2018 - 2020 เติบโตเฉลี่ย 29% และรักษา Gross margin ได้ใกล้เคียงในอดีตที่ 10% +/- ทำให้กำไรสุทธิโตเฉลี่ย 56% CAGR แต่ EPS ปี 2019 คาดโต 43.7% Y-Y จากผลของ Dilution effect

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2019 ที่ 5.5 บาท อิง PE 15 เท่า

เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี PE Ratio โดยอิง PE 2019 ที่ 15 เท่า ใกล้เคียงกับบริษัทในอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน มีลูกค้าในกลุ่มเดียวกัน และมีอัตรากำไรใกล้เคียงกันอย่าง TTCL และ TRC ทำให้ได้ราคาเหมาะสมที่ 5.5 บาท/หุ้น

ความเสี่ยง - การพึ่งพาประสบการณ์และความสัมพันธ์จากผู้บริหารเพียงไม่กี่ราย, การพึ่งพาลูกค้าในเครือ PTT กว่า 90% ของคาดการณ์รายได้ในอนาคต, การประเมินต้นทุนโครงการผิดพลาด

CAZ ให้บริการ EPC ครบวงจร

ธุรกิจของ CAZ ประกอบด้วยกัน 4 ประเภทหลัก ได้แก่

1. บริการรับเหมาก่อสร้างแบบครบวงจร (Engineer, Procurement and Construction: EPC)

PTT LNG Cold Water Facilities



PTT Tank Terminal



2. บริการรับเหมาก่อสร้างติดตั้งโครงสร้างและระบบ (Construction Service: Structural Mechanical Piping (SMP) and Electrical & Instrument Service) เช่น งานโครงสร้างเหล็ก งานประกอบและติดตั้งระบบท่อและงานติดตั้งอุปกรณ์ เครื่องมือและระบบไฟฟ้า

PTT Midline Compressor Station



PTT LNG Receiving Terminal Expansion



3. บริการงานด้านวิศวกรรมโยธาและอาคาร (Civil Construction Service)

TOP 202MW

Small Power Producer Building



Thailand Samsung Electric ATV



4. บริการผลิต ประกอบ และบริการอื่น (Fabrication and Other Service) เช่น งานแปรรูปผลิตภัณฑ์เหล็ก งานแปรรูป ประกอบถังบรรจุและภาชนะความดัน

งานแปรรูปโครงสร้างเหล็ก



งานแปรรูปท่อลำเลียงความร้อน



Source: Company data

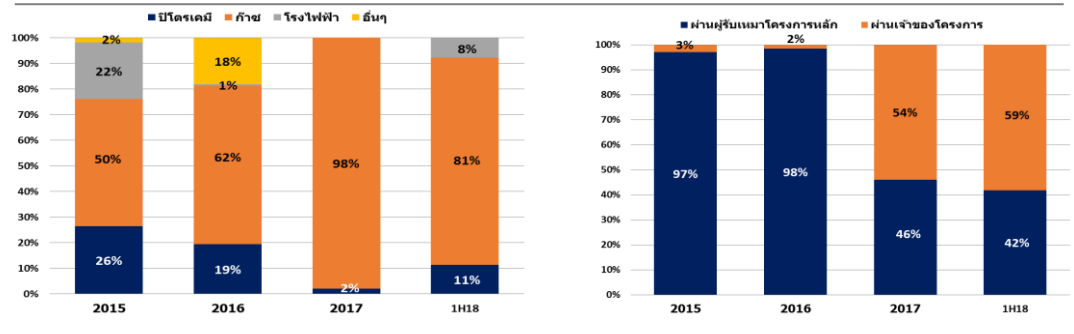
ความสัมพันธ์ที่ดีกับกลุ่มลูกค้าทำให้งานไม่ขาดมือ

ในขณะที่ภาวะอุตสาหกรรมไม่เอื้ออำนวย เห็นได้จากบริษัทที่ทำธุรกิจคล้ายๆกัน ต่างประสบปัญหาขาดทุนมาอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา แต่บริษัทก็ยังสามารถชนะการประมูลและยังคงอัตรามาร์จิ้นได้ต่อเนื่อง โดยสาเหตุที่ทำให้ CAZ มี Backlog ได้อย่างต่อเนื่อง เหตุเพราะ 1. กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่จาก TAKUNI และนาย ชุง ชิก ฮอง ซึ่งเป็นผู้บริหาร มีประสบการณ์และความสัมพันธ์ที่ดีกับกลุ่ม PTT และผู้รับเหมาหลักสัญชาติเกาหลีอย่างกลุ่ม Samsung Engineering (Thailand) Co., Ltd., และ Hyundai Engineering & Construction รวมไปถึง China Petroleum Pipeline Bureau, Posco Engineering Co., Ltd มาก่อน ทำให้ CAZ เข้าไปอยู่ใน Vender list ของลูกค้า ซึ่งช่วยลดการแข่งขันไปได้ระดับหนึ่ง และ 2. ความสามารถของผู้บริหาร ในการควบคุมและประเมินต้นทุนของแต่ละโครงการ ด้วยวิธีลดการพึ่งพา Sub-contractor และการนำเทคโนโลยีมาใช้ในการติดตามความคืบหน้าของโครงการ ส่งผลให้บริษัทสามารถส่งมอบงานได้ตรงเวลา จะเห็นได้จากผลงานในอดีตที่รักษาระดับมาร์จิ้นไว้ได้

พึ่งพาลูกค้าน้อยรายและกระจุกอยู่ในอุตสาหกรรมเดียว

อย่างไรก็ตาม บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้าน้อยราย ถึงแม้ว่าเม็ดเงินจากการลงทุนในกลุ่มพลังงานและปิโตรฯ ในระยะ 3 ปีข้างหน้า จะมีออกมาอย่างต่อเนื่อง แต่ในระยะหลังที่ราคาน้ำมันมีความผันผวนอย่างมาก การพึ่งพาลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวถือว่าเป็นความเสี่ยงที่ค่อนข้างสูง ยังไม่รวมถึงการพึ่งพาลูกค้าเพียงกลุ่มเดียว โดยในอดีตลูกค้าหลักกว่า 90% ของรายได้ มาจากกลุ่ม PTT เป็นหลัก ดังนั้น หากนโยบายในการลงทุนของกลุ่ม PTT เปลี่ยนไป เช่น ลดการลงทุน จากผลของราคาน้ำมันที่ลดลง หรือ กลุ่ม PTT มีการกระจายความเสี่ยงไปลงทุนในธุรกิจอื่น เช่น รถไฟฟ้าความเร็วสูง หรือลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น เราคาดว่าบริษัทอาจไม่สามารถแข่งขันกับคู่แข่งที่ถนัดงานเหล่านี้มากกว่าได้

Figure 1: สัดส่วนงานตามลักษณะโครงการ Figure 2: สัดส่วนการให้บริการตามช่องทางการจัดหาลูกค้า



Source: Company data, Finansia Research

รายได้ปี 2015 – 2017 เติบโตเฉลี่ย 17% กำไรโตเร็วกว่านั้นเพราะคุมต้นทุนและรายจ่ายดี

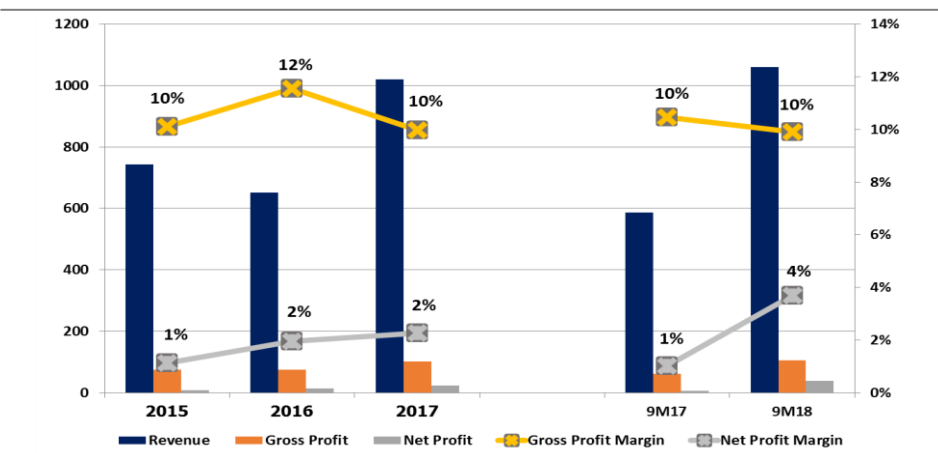
รายได้ของบริษัท ตั้งแต่ปี 2015 – 2017 เติบโตเฉลี่ย 17% CAGR สาเหตุ 1. ฐานรายได้ยังเล็กเนื่องจากเพิ่งจัดตั้งบริษัทในปี 2014 และ 2. ด้วยความน่าเชื่อถือที่เพิ่มมากขึ้น บริษัทสามารถขยับตัวเองขึ้นไปรับงานต่อจากผู้รับเหมาหลักและเจ้าของโครงการ (Main contractor) ตั้งแต่ปี 2016 ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นงานขนาดใหญ่และต่อเนื่อง ส่งผลให้บริษัทมีรายได้สม่ำเสมอ ขณะที่กำไรขั้นต้นเติบโตในอัตราเฉลี่ย 16% CAGR ใกล้เคียงกันกับการเติบโตของรายได้ อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยถึง 57% CAGR จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) และดอกเบี้ยจ่ายที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนักเมื่อเทียบกับรายได้ที่มากขึ้น ทำให้ Net Profit Margin เพิ่มขึ้นจากปี 2015 ที่ 1% เป็น 2% ในปี 2017

สำหรับผลการดำเนินงานในงวด 9M18 เมื่อเทียบกับ 9M17 บริษัทมีรายได้และกำไรขั้นต้นเติบโต 81% Y-Y และ 71% Y-Y ตามลำดับ สาเหตุที่กำไรขั้นต้นเติบदनอยกว่ารายได้ เนื่องจากในช่วง 9M17 บริษัทได้งานที่มีมาร์จิ้นสูงกว่างานปกติทั่วไป ในแง่กำไรสุทธิโตถึง 550% Y-Y จาก Economy of scale และจากฐานกำไรที่ยังต่ำในปีก่อน

ฐานะทางการเงินของบริษัท ส่วนใหญ่ทั้งทรัพย์สินและหนี้สินของบริษัทกว่า 50% อยู่ในรูปเงินทุนหมุนเวียน เช่น ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า รวมถึงรายได้ค้างรับ เงินรับล่วงหน้าจากการก่อสร้าง ในขณะที่ส่วนที่เหลือราว 40% ของสินทรัพย์เป็นเงินลงทุนระยะยาวในที่ดิน เครื่องจักรและอุปกรณ์ CAZ มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (IBD/E) งวด 9M18 อยู่ที่ 1.86 เท่า หรือคิดเป็นจำนวนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยประมาณ 230 ลบ. แม้ว่าจะลดลงจากช่วงปี 2016 ประมาณครึ่งหนึ่งแล้ว แต่อัตราส่วน IBD/E ถือว่ายังสูงถ้าบริษัทจะประมูลงานเพิ่มเติมในอนาคต

งบกระแสเงินสด CAZ ทำได้ดี ดูจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก่อนการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินและหนี้สินของบริษัทยังเป็นบวกและเติบโตได้ตามรายได้ที่มากขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่าในอนาคต ถ้าบริษัทรับงานที่ใหญ่และใช้เวลาในการก่อสร้างที่นานมากกว่า 1 ปี ด้วยอัตราส่วนหนี้สินที่สูงและเงินทุนที่จำกัด มีโอกาสที่จะเป็นอุปสรรคต่อการขยายงานในอนาคต จึงเป็นที่มาของการทำ IPO ครั้งนี้ของบริษัทในการเพิ่มความแข็งแกร่งของฐานทุนและเพิ่มโอกาสในการประมูลงานในอนาคต

Figure 3: ผลการดำเนินงานย้อนหลัง



Source: Company data

เขตลาดหลักทรัพย์ในจังหวัดที่แผนลงทุนของธุรกิจพลังงานกำลังเพิ่มขึ้น

จากแผนการลงทุนของบริษัทพลังงานในไทยช่วงปี 2019 – 2021 ที่ปัจจุบันมีมูลค่ารวมกันกว่า 2.5 แสนลบ.ตามข้อมูลด้านล่าง ยังไม่รวมถึงโครงการอื่นๆ ของกลุ่ม BCP และ PTT ที่คาดว่าจะทยอยออกมาอย่างต่อเนื่องในอนาคต เรามองว่าเป็นจังหวัดที่ดีของ CAZ ในการจดทะเบียนเขตลาดหลักทรัพย์ เพิ่มฐานเงินทุนเพื่อเพิ่มโอกาสในการเข้าประมูลงานก่อสร้างที่มีขนาดใหญ่ ทั้งนี้ ตัวอย่างโครงการที่มีศักยภาพที่บริษัทพร้อมจะเข้าประมูล ทั้งในแง่ของการเข้าประมูลงานเองและรับงาน Sub-contract ต่อจากผู้รับเหมาหลัก ได้แก่

กลุ่ม LNG Infrastructure

- โครงการก่อสร้างท่าเทียบเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว ของ PTT ซึ่งตั้งอยู่ใน จ.ระยอง เพื่อรองรับการนำเข้าก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) จำนวน 7.5 ล้านตัน/ปี กำหนด COD ภายในปี 2022 ใช้เงินลงทุนทั้งสิ้นราว 3.6 หมื่นลบ.

กลุ่ม Refinery & Petrochemical

- โครงการ Map Tra Put Retrofit (Olefins Reconfiguration) ของ PTTGC เป็นโครงการที่นำเนฟทาส่วนที่เหลือจากโรงกลั่นมาผลิตเป็นสารเอทิลีนและโพรพิลีน โดยมีกำลังการผลิตเอทิลีน 500,000 ตัน/ปี และโพลีลีน 250,000 ตัน/ปี ตามลำดับ โครงการนี้ใช้เงินลงทุนราว 3.3 หมื่นลบ. ใช้เวลาก่อสร้าง 3 ปี เบื้องต้นคาดว่าจะเริ่ม COD ได้ใน 4Q20
- โครงการ PO/Polyols: เป็นโครงการต่อ ยอดผลิตภัณฑ์จาก EO เดิมของ PTTGC โครงการนี้มีกำลังการผลิต PO 200,000 ตัน/ปี และ Polyols 130,000 ตัน/ปี ใช้เงินลงทุน 3 หมื่นลบ. และคาดว่าจะ COD ได้ใน 2Q20
- โครงการ Clean Fuel Project (CFP) ของ TOP เป็นการลงทุนเพื่อเพิ่มกำลังการกลั่นติดตั้งเป็น 400,000 บาร์เรล/วัน โดยโครงการนี้จะใช้เงินลงทุนประมาณ 1.5 แสนลบ. ใช้เวลาก่อสร้าง 5 ปี คาดว่าจะ COD ได้ในปี 2023

คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโต 56% ต่อปี ในช่วงปี 2018 - 2020

ปัจจุบัน CAZ มี Backlog ราว 3 พันลบ. เกือบทั้งหมดรับรู้เป็นรายได้ในปี 2018 – 2019 ทำให้เราคาดการณ์รายได้ปี 2018 เท่ากับ 1,568 ลบ. (คาดเติบโต 53.8% Y-Y) และปี 2019 เท่ากับ 2,346 ลบ. (+49.6% Y-Y) สำหรับปี 2020 แม้จำนวนงานที่ CAZ เซ็นสัญญาแล้วจะมีเพียง 5% ในปัจจุบัน แต่จากจำนวนและมูลค่าโครงการของการลงทุนในกลุ่ม PTT ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้าที่เราคาดว่าจะสูงถึง 2.5 แสนลบ. เฉพาะงานก่อสร้างในปี 2020 คาดว่าจะมีมูลค่าราว 7 หมื่นลบ. (เป็นงาน Construction ซึ่งเป็นงานที่ CAZ ชำนาญและได้มาร์จิ้นสูงมีประมาณ 1.75 หมื่นลบ.) เราคาดหวังว่าบริษัทจะชนะการประมูลได้ตามประมาณการรายได้ของเรา เมื่อเทียบกับผลงานในอดีต 2-3 ปี ย้อนหลังที่ CAZ ยังคงได้งานท่ามกลางอุตสาหกรรมซบเซา เราจึงคาดการณ์รายได้ปี 2020 ที่ 2,609 ลบ. (+11.2% Y-Y) คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยของรายได้ในช่วงปี 2018 - 2020 ที่ 29%

ขณะเดียวกันงานประมูลขนาดใหญ่ที่มีออกมามากขึ้น น่าจะทำให้การแข่งขันไม่รุนแรงนัก เมื่อรวมกับ SG&A ที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นมากและต้นทุนทางการเงินที่คาดว่าจะลดลงหลังการเพิ่มทุนและนำเงินที่ได้ไปชำระหนี้บางส่วน ดังนั้นเราจึงคาด Gross Profit Margin จะเพิ่มขึ้นจาก 9.7% ในปี 2018 เป็น 10.2% ในปี 2020 และ Net Profit Margin จาก 2.9% ในปี 2018 เป็น 4.8% ในปี 2020 ทั้งหมดนี้ ทำให้เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 51 ลบ.ในปี 2018 (คาด +122.2% Y-Y) เพิ่มเป็น 103 ลบ.ในปี 2019 (+101.2% Y-Y) และเป็น 126 ลบ.ในปี 2020 (+22.9% Y-Y) คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 56% CAGR จากฐานของกำไรที่ยังเล็กมาก แต่ EPS ปี 2019 คาดโต 43.7% Y-Y จากผลของ Dilution effect

Figure 5: ประมาณการรายได้

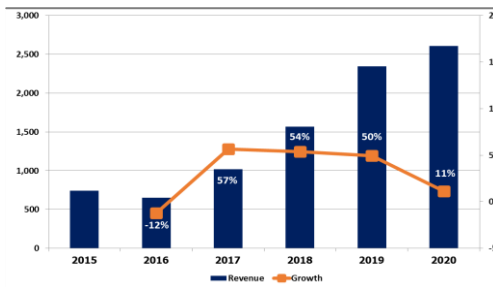
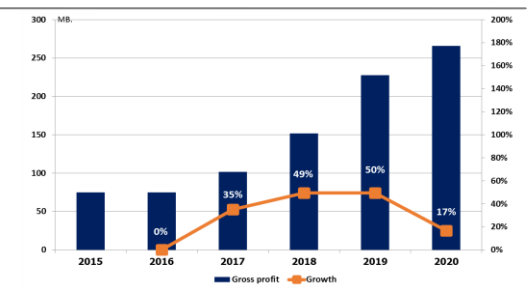


Figure 6: ประมาณการกำไรขั้นต้น



Source: Company data, Finansia Research

Figure 7: ประมาณการกำไรสุทธิ

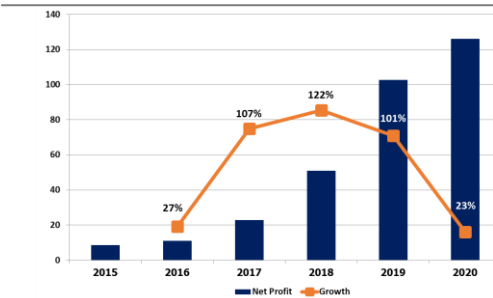
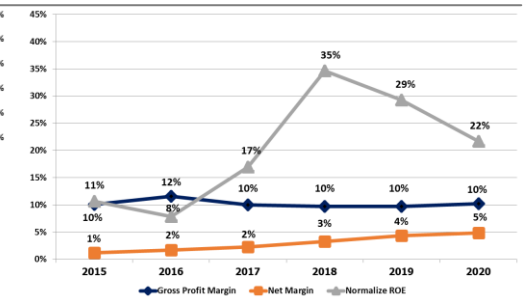


Figure 8: Net Profit & Gross Profit Margin และ ROE



Source: Company data, Finansia Research

ประเมินราคาเหมาะสม ปี 2019 ที่ 5.5 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น CAZ ปี 2019 ได้เท่ากับ 5.50 บาท/หุ้น ด้วยวิธี PE Ratio โดยอิง PE 2019 ที่ 15 เท่า ใกล้เคียงกับ TTCL (Forward PE 16.1 เท่า) และ TRC (Forward PE 15.2 เท่า) เพราะธุรกิจคล้ายคลึงกันและ ฟังก์ชันกลุ่มลูกค้าหลักกลุ่มเดียวกัน นอกจากนี้ Gross Profit Margin และ Net Profit Margin ในปี 2019 ของ CAZ ที่เราคาดการณ์ 10% และ 4% ก็ใกล้เคียงกับของ TTCL ที่ 12% และ 2% และของ TRC ที่ 12% และ 4% ตามลำดับ

Figure 8: Construction Historical PE Ratio

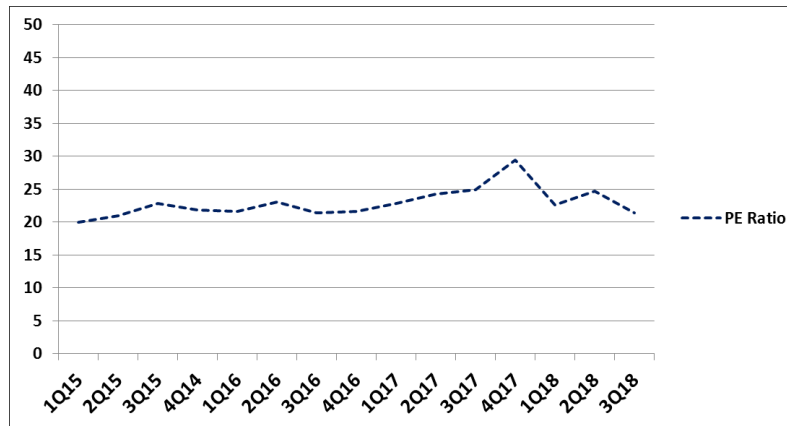


Figure 9: Valuations

	Market Cap (Mn.) THB	FWD P/E	P/B	Dividend Yield	ROE
CH Karnchang PCL	44,464	22.6	1.7	1.9	8.2
Sino-Thai Engineering & Constr	37,060	23.9	3.6	1.2	12.0
Italian-Thai Development PCL	13,727	20.4	1.0	--	3.2
STPI	7,053	--	1.0	--	--
SEAFCO PCL	6,522	19.3	4.6	2.7	24.0
Syntec Construction PCL	4,928	6.9	0.9	4.1	12.0
Pylon PCL	5,549	19.2	6.8	3.5	29.0
TTCL PCL	4,835	16.1	1.1	0.1	2.2
BJCHI	3,456	--	0.9	--	--
Sriracha Construction PCL	3,408	--	2.2	--	--
TRC Construction PCL	3,019	15.2	1.1	2.0	2.0
Christiani & Nielsen Thai	2,158	--	1.3	--	--
Nawarat Patanakam PCL	2,068	--	0.5	--	--
Average		18.0	2.0	2.2	11.6

Source: Bloomberg

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	651	1,019	1,568	2,346	2,609
Cost of sales	576	918	1,416	2,118	2,343
Gross profit	75	102	152	228	266
SG&A	50	59	66	82	91
Operating profit	25	43	86	145	175
Other income	4	3	0	0	0
EBIT	29	46	86	145	175
EBITDA	41	68	112	173	205
Interest charge	13	17	17	12	12
Tax on income	4	6	18	29	35
Earnings after tax	13	23	52	105	128
Minority interests	2	0	1	2	2
Net profit	11	23	51	103	126
Extraordinary items	4	3	0	0	0
Normalized profit	7	20	51	103	126

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Profit Before Tax	16	29	69	132	161
Depre & amortization	12	22	26	27	30
Change in working capital	-8	179	41	42	18
Other adjustments	-19	-19	-55	-65	-8
Cash flow from operations	1	211	81	137	201
Capital expenditure	-298	-23	-30	-45	-60
Others	4	-5	0	0	0
Cash flow from investing	-294	-28	-30	-45	-60
Free cash flow	-293	183	51	92	141
Net borrowings	292	-39	-50	-50	-50
Equity capital raised	4	42	0	360	0
Dividends paid	0	-21	-35	-41	-50
Others	0	-80	-40	-40	-40
Cash flow from financing	296	-99	-125	229	-140
Net change in cash	3	85	-74	321	1

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash and ST investment	7	92	18	339	340
Investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable	117	166	184	293	326
Accrued revenue	52	89	174	261	290
Inventory	1	3	45	67	75
Other current assets	12	22	26	32	38
Total current assets	189	371	448	991	1,068
Insurance retention	18	5	24	35	39
PPE	317	315	319	337	367
Other non-current assets	4	10	13	15	18
Total non-current assets	375	358	402	457	502
Total assets	564	729	850	1,449	1,571
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	72	172	314	469	522
ST loans from related parties	80	0	0	0	0
Advance payment from construction	35	164	209	313	348
Other current liabilities	11	23	27	33	39
Total current liabilities	237	397	550	815	909
LT Loan	221	182	132	82	32
Employee benefits	1	2	2	2	2
Other LT liabilities	7	7	7	7	7
Total non-current liab.	229	191	141	91	41
Total liabilities	466	588	691	906	950
Registered & Paid-up capital	59	100	100	140	140
Premium	0	0	0	280	280
Legal reserve	0	1	2	2	2
Retained earnings	35	30	46	108	183
Others	0	6	6	6	6
Minority Interests	4	4	5	7	9
Shareholders' equity	98	142	159	543	620

Source: Company data, FSS research

Important Ratios (Consolidated)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Growth (%)					
Revenue	-12.3	56.5	53.8	49.6	11.2
EBITDA	79.7	65.7	65.7	54.1	18.4
Net profit	27.5	107.0	122.2	101.2	22.9
Normalized earnings	-16.9	196.3	151.6	101.2	22.9
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	11.6	10.0	9.7	9.7	10.2
EBITDA margin	6.3	6.6	7.1	7.4	7.8
EBIT margin	4.5	4.5	5.5	6.2	6.7
Normalized profit margin	1.1	2.0	3.3	4.4	4.8
Net profit margin	1.7	2.3	3.3	4.4	4.8
Normalized ROA	1.6	3.1	6.5	8.9	8.4
Normalize ROE	7.8	17.0	34.6	29.3	21.7
Normalized ROCE	14.0	13.9	27.3	31.1	27.0
Risk (x)					
D/E	4.78	4.15	4.34	1.67	1.53
Net D/E	4.70	3.50	4.23	1.05	0.98
Debt/EBITDA	11.42	8.68	6.16	5.24	2.98
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.06	0.11	0.26	0.37	0.45
Normalized EPS	0.03	0.10	0.26	0.37	0.45
EBITDA	0.20	0.34	0.56	0.62	0.73
Book value	0.49	0.71	0.80	1.94	2.22
Dividend	0.00	0.10	0.17	0.15	0.18
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	70.3	34.0	15.3	10.6	8.7
Normalized P/E	114.0	38.5	15.3	10.6	8.7
P/BV	8.0	5.5	4.9	2.0	1.8
EV/EBTDA	30.3	18.9	13.0	9.7	8.4
Dividend yield	0.0	2.7	4.5	3.8	4.6

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ 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 อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา มางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 3 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชีน 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 อัมคูลราฮิม 990 อาคารอัมคูลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนนิมิตร์ 576 ถ.รัตนนิมิตร์ 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 (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต. หมากแข้ง 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.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 ต.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ถ.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.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 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 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือคิดว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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 2018

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
 - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)