

IND (IND TB)

บมจ. อินเด็กซ์ อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล กรู๊ป

Current	Previous	IPO Price	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
-	-	1.10	1.55	+40.9%	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	IND
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	90 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	14-16 ธ.ค. 2020
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	22 ธ.ค. 2020
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจก.แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์
ผู้จัดการการจัดจำหน่าย	บล.ฟินันเซีย ไซรัส
Sector	mai / PROPCON

Consolidated earnings

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized profit	32	16	45	57
Net profit	32	16	45	57
EPS (Bt)-Norm	0.32	0.05	0.13	0.16
EPS (Bt)	0.32	0.05	0.13	0.16
% EPS growth	-50.8	-85.5	177.8	27.3
Dividend (Bt)	0.00	0.02	0.05	0.07
BVshare (Bt)	1.91	1.07	1.14	1.24
EV/EBITDA (x)	1.0	5.1	2.7	2.0
PER (x)- Norm	3.4	23.8	8.6	6.7
PER (x)	3.4	23.8	8.6	6.7
PBV(x)	0.6	1.0	1.0	0.9
Dividend yield (%)	0.0	1.7	4.7	5.9
ROE (%)	16.6	4.3	11.2	13.2
No. of shares- full dilution	98.8	350.0	350.0	350.0
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท อินเด็กซ์ อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล กรู๊ป จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst : Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

แนวใหม่การก่อสร้างที่ปรับตัวเอื้อธุรกิจวิศวกรรมที่ปรึกษาของ IND

IND ให้บริการวิศวกรรมที่ปรึกษาหลากหลายสาขาและครบวงจรทุกขั้นตอน ตั้งแต่เริ่มวางแผนพัฒนาโครงการ ออกแบบ บริหารโครงการและควบคุมการก่อสร้าง ตรวจสอบ จนโครงการสำเร็จลุล่วง บริษัทดำเนินธุรกิจมายาวนานกว่า 37 ปี ทำโครงการมากกว่า 300 โครงการ มีทักษะและความเชี่ยวชาญสูง แนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างที่ฟื้นตัวจากงบประมาณการลงทุนของภาครัฐที่สูงถึง 1.78 ล้านล้านบาท อิงมูลค่างานที่ปรึกษา 3% ของแต่ละโครงการ นับว่าตลาดเปิดกว้างมากสำหรับ IND เราคาดกำไรปี 2020 สะดุดชั่วคราว ก่อนจะเติบโตก้าวกระโดด 177.8% ในปี 2021 และ 27.3% ในปี 2022 เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 1.55 บาท อิง PE 12 เท่าใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

ประสบการณ์ยาวนาน เชี่ยวชาญในทุกสาขาของวิศวกรรม

IND ให้บริการวิศวกรรมที่ปรึกษาหลากหลายสาขาและครบวงจรทุกขั้นตอน (One stop service) ตั้งแต่เริ่มการวางแผนแม่บท แนวคิดพัฒนาโครงการ ศึกษาผลกระทบสิ่งแวดล้อม ออกแบบ บริหารโครงการและควบคุมการก่อสร้าง ตรวจสอบ จนโครงการสำเร็จลุล่วง ได้รับความไว้วางใจและเชื่อมั่นจากลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชนทั้งในและต่างประเทศ บริษัทดำเนินธุรกิจมายาวนานกว่า 37 ปี ทำโครงการมากกว่า 300 โครงการ มีทักษะและความเชี่ยวชาญสูง มีความพร้อมในด้านการแข่งขันที่หาคู่แข่งที่ทำธุรกิจครบวงจรเหมือนกับบริษัทได้ยาก

แนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างที่ฟื้นตัว หนุนธุรกิจวิศวกรรมที่ปรึกษาของ IND

ผลกระทบที่เกิดจาก COVID-19 สะท้อนว่าประเทศไทยต้องเร่งสร้างสมดุลระหว่างการสร้างความเข้มแข็งจากภายในควบคู่ไปกับการเชื่อมโยงกับประชาคมโลก ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมามูลค่าการก่อสร้างรวมทั้งภาครัฐและเอกชนขยายตัวเฉลี่ย 3.6% CAGR เราคาดว่ามูลค่าการลงทุนด้านการก่อสร้างทั้งภาครัฐและเอกชนในระยะ 2 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2022) จะขยายตัวเฉลี่ย 6.3% จากการผลักดันโครงการขนาดใหญ่ของภาครัฐ

คาดการณ์ปี 2020 สะดุดชั่วคราว และโต 177.8% และ 27.3% ในปี 2021-2022

ณ สิ้น 3Q20 บริษัทมี Backlog 530 ล้านบาท เราคาดกำไร 4Q20 จะเป็นจุดสูงสุดของปีตามการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ แต่ด้วยผลกระทบของ COVID-19 ทำให้รายได้และกำไรทั้งปี 2020 สะดุดชั่วคราว คาดกำไรสุทธิ -48.8% Y-Y เป็น 16.2 ล้านบาท ด้วยขนาดการลงทุนของรัฐวิสาหกิจที่สูงถึง 1.78 ล้านล้านบาท คาดว่าจะมีการลงทุนเฉลี่ยปีละประมาณ 3 แสนล้านบาทในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) หากอิงสัดส่วนงานที่ปรึกษาที่เฉลี่ย 3% ของมูลค่างานโครงการ เท่ากับตลาดของ IND มีมูลค่าสูงกว่า 1 หมื่นล้านบาท ยังไม่รวมงานภาคเอกชน เราคาดรายได้ปี 2021-2022 +113.2% Y-Y และ +5.3% Y-Y คาดกำไรสุทธิ 45.0 ล้านบาทในปี 2021 +177.8% Y-Y และ 57.3 ล้านบาทในปี 2022 +27.3% Y-Y

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2021 ที่ 1.55 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ IND โดยอิง PE 12 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มวิศวกรรมที่ปรึกษาที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรของ IND ต่ำกว่ากลุ่มแต่ชดเชยได้จากอัตราการเติบโตของกำไรปี 2021 ที่สูงกว่า บนคาดการณ์ EPS ปี 2021 ที่ 0.13 บาท จึงได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานที่ 1.55 บาท ณ ราคาเหมาะสมดังกล่าวคิดเป็น Implied PBV 1.3 เท่า ใกล้เคียงกลุ่ม และเป็นมูลค่าที่ใกล้เคียงกับการประเมินด้วยวิธี GGM เช่นกัน

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท อินเด็คซ์ อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล กรุป จำกัด (มหาชน) (IND) ดำเนินธุรกิจให้บริการด้านวิศวกรรมที่ปรึกษาในรูปแบบต่างๆ อย่างครบวงจร ทั้งงานวางแผนแม่บท งานด้านสำรวจแผนที่ภูมิประเทศ งานศึกษาความเป็นไปได้และความเหมาะสมของโครงการ งานศึกษาผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม งานออกแบบเบื้องต้นและออกแบบรายละเอียด งานควบคุมการก่อสร้าง งานบริหารโครงการ และงานออกแบบพร้อมก่อสร้าง ลูกค้ามีทั้งภาครัฐและเอกชน บริษัทมีประสบการณ์เชี่ยวชาญในธุรกิจมานานกว่า 37 ปี ได้รับใบอนุญาตประกอบวิชาชีพวิศวกรรมควบคุมประเภทนิติบุคคลจากสภาวิศวกร ใบอนุญาตฉบับล่าสุดมีกำหนดระยะเวลาถึงเดือน ส.ค. 2020

รายได้ของบริษัทแยกตามประเภทการให้บริการ แบ่งได้เป็น 3 ประเภท ดังนี้

1. งานออกแบบเบื้องต้นและออกแบบรายละเอียด (Conceptual design & Detailed design) เป็นการออกแบบแนวคิดหรือวางแผนงานเบื้องต้น วางแผนแม่บทและศึกษาความเหมาะสมของโครงการก่อนเริ่มโครงการขนาดใหญ่ เพื่อใช้เป็นกรอบในการกำหนดทิศทางการดำเนินงานแบบระยะกลาง-ระยะยาว บริษัทมีบริการโครงการเฉพาะทาง เช่น การพัฒนาด้านพลังงานไฟฟ้าและพลังงานน้ำ การพัฒนาด้านชุมชนและที่อยู่อาศัย การวางผังเมืองและพัฒนาพื้นที่ใหม่ การวางแผนพื้นที่เชิงอุตสาหกรรม เป็นต้น สำหรับการออกแบบในรายละเอียด (Detailed design) หมายถึง เมื่อโครงการดำเนินการถึงขั้นตอนการออกแบบ ฝ่ายเทคนิคและออกแบบจะเริ่มออกแบบทางวิศวกรรมในรายละเอียด ประเมินปริมาณงาน ราคาก่อสร้างและราคาวัสดุก่อสร้าง จัดทำเอกสารประกวดราคา เพื่อใช้ในการประกวดราคาต่อไป

ตัวอย่างงาน

- งานศึกษาและออกแบบทางรถไฟสายใหม่เพื่อการท่องเที่ยว เส้นทางจังหวัดสุราษฎร์ธานี-พังงา-ภูเก็ต ปี 2013-2014



- งานออกแบบเบื้องต้นรถไฟฟ้ามอเตอร์เวย์ (Monorail) สายสีเทา ช่วงวัชรพล-สะพานพระราม 9 ปี 2015-2018



- งานออกแบบรถไฟทางคู่ขนาดทางมาตรฐาน ช่วงนครราชสีมา-แหลมฉบัง-มาบตาพุดและช่วงแก่งคอย-บ้านภาชี-บางซื่อ ปี 2015-2016 โดยเป็นคัดเลือกแนวเส้นทาง แนวเขตทางการวางโครงสร้างในช่วงที่เป็นจุดตัดกับโครงการอื่น รวมทั้งการออกแบบเพื่อเชื่อมโยงระบบและโครงสร้างพื้นฐานร่วมกับระบบการขนส่งรูปแบบอื่นๆ



- งานบริหารงานโครงการและควบคุมงานก่อสร้าง (Project Management & Construction Supervision: PMC) บริษัททำหน้าที่เป็นตัวแทนผู้ว่าจ้างเพื่อบริหารโครงการและควบคุมงานก่อสร้างทุกขั้นตอนของโครงการ โดยจะควบคุมคุณภาพของงานให้ได้ตามมาตรฐานที่กำหนด และควบคุมระยะเวลาก่อสร้างให้เป็นไปตามแผน และอยู่ในงบประมาณที่กำหนด

ตัวอย่างงาน

- งานบริหารโครงการและควบคุมการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีเขียว (เหนือ) ช่วงหมอชิตสะพานใหม่-คูคต ปี 2015-2020



- งานบริหารโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีแดง ปี 2013-2020



- งานบริหารโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน ช่วงหัวลำโพง-บางแค และช่วงเตาปูน-ท่าพระ ปี 2011-2020



- งานโครงการควบคุมงานก่อสร้าง ระบบท่อส่งน้ำมัน Hydrant System Phase 2 สุวรรณภูมิ ปี 2013-2019
- งานบริหารจัดการโครงการพัฒนาท่าอากาศยานภูเก็ต ปี 2010-2019
- งานโครงการควบคุมงานปรับปรุงระบบจัดเก็บค่าผ่านทางพัฒนาระบบ ปี 2020-2021
- งานโครงการควบคุมงานถนนสาย ง2 ง3 ค1 ค2 ผังเมืองรวมเมืองแม่สอด จ.ตาก ปี 2017-2020

- งานออกแบบพร้อมก่อสร้าง (Design-Build) บริษัทเป็นผู้รับจ้างโดยตรงกับผู้ว่าจ้างตามสัญญา งานส่วนใหญ่เป็นงาน Turnkey project เริ่มตั้งแต่ออกแบบ ศึกษาด้านสิ่งแวดล้อม บริหารและควบคุมค่าใช้จ่ายของโครงการ ดูแลรายละเอียดการออกแบบก่อสร้าง งานระบบสาธารณูปโภค บริษัทไม่ได้ดำเนินการก่อสร้างเอง ไม่ได้ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ แต่จะว่าจ้าง Sub-Contractor ที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน และบริษัทจะควบคุมและบริหารงานให้เป็นไปตามแบบและระยะเวลาตามสัญญา

ตัวอย่างงาน

- งานโครงการก่อสร้างประตูระบายน้ำและสถานีสูบน้ำคลองพระอุดม พร้อมอาคารประกอบ จังหวัดนนทบุรี ปี 2012-2015



- งานโครงการออกแบบและก่อสร้างถังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน ณ คลังน้ำมันอากาศยาน สุวรรณภูมิ ปี 2014-2015



- โครงการก่อสร้างถังเก็บน้ำมันดีเซลและถังน้ำดับเพลิง ณ คลังน้ำมันดอนเมือง ปี 2014-2015



- โครงการออกแบบพร้อมก่อสร้างคลังน้ำมันพิจิตร ปี 2016-2020



- โครงการก่อสร้างสถานีสูบน้ำและระบบควบคุมบางปะอิน ปี 2017 ถึงปัจจุบัน

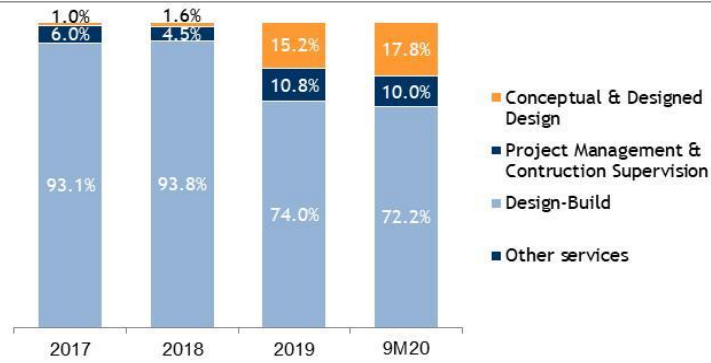


- โครงการก่อสร้างอาคารจอดรถ หอพักโรงพยาบาลธรรมศาสตร์เฉลิมพระเกียรติ ปี 2017-2018



- โครงการออกแบบพร้อมก่อสร้างคลังน้ำมัน จังหวัดลำปาง ปี 2016-2020
- โครงการก่อสร้างสถานีเติมน้ำมันท่าอากาศยาน ณ ท่าอากาศยานดอนเมือง ปี 2019 ถึงปัจจุบัน

โครงสร้างรายได้แยกตามประเภทการให้บริการ



ที่มา: IND

รูปแบบการให้บริการแบ่งตามสาขาความเชี่ยวชาญ มี 6 ประเภท ดังนี้

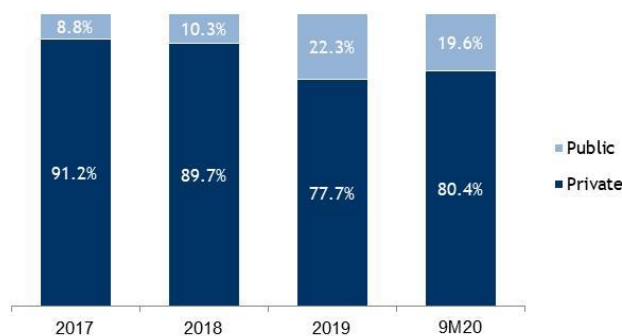
1. คลังน้ำมันและระบบท่อขนส่งน้ำมัน (Tank Farm & Pipeline)
2. ระบบขนส่งมวลชนสาธารณะ (Mass Transit)
3. ถนนและทางพิเศษ (Highway & Expressway)
4. สนามบิน (Airport)
5. ชลประทาน (Irrigation)
6. อาคาร (Building)

โครงสร้างรายได้แยกตามสาขาความเชี่ยวชาญ



ที่มา: IND

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทลูกค้า



ที่มา: IND

ประเด็นการลงทุน

มีประสบการณ์ยาวนาน เชี่ยวชาญในทุกสาขาของวิศวกรรม มีศักยภาพในการแข่งขัน

IND ดำเนินธุรกิจวิศวกรรมที่ปรึกษามายาวนานกว่า 37 ปี ทำโครงการมากกว่า 300 โครงการ ให้บริการวิศวกรรมที่ปรึกษาหลากหลายสาขาและครบวงจรทุกขั้นตอน (One stop service) ตั้งแต่เริ่มวางแผนคิดพัฒนาโครงการ ศึกษาผลกระทบสิ่งแวดล้อม ออกแบบ บริหารโครงการและควบคุมการก่อสร้าง ตรวจสอบจนโครงการสำเร็จลุล่วง บริษัทได้รับความไว้วางใจและเชื่อมั่นจากลูกค้าทั้งภาครัฐและภาคเอกชนทั้งในและต่างประเทศ บริษัทมีทักษะและความเชี่ยวชาญสูง บุคลากรประจำของบริษัทมีประมาณ 200 คนโดยเป็นวิศวกรจำนวน 50 คนที่เชี่ยวชาญในสาขาต่างๆ และยังมี Sub-contractors หลายรายที่มีคุณสมบัติและมีฐานะการเงินที่สอดคล้องกับลักษณะงานที่จะจัดจ้าง ทำให้ IND มีความพร้อมในด้านการแข่งขันที่หาคู่แข่งที่ทำธุรกิจครบวงจรเหมือนกับบริษัทได้ยาก

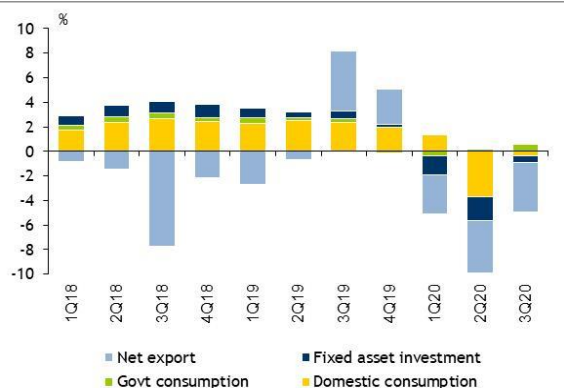
เศรษฐกิจไทยในปี 2020-2021 ถูกขับเคลื่อนด้วยการลงทุนของภาครัฐ

เศรษฐกิจไทยในปี 2020 ถูกกระทบอย่างรุนแรงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้ GDP 9M20 หดตัว -6.7% Y-Y หดตัวแรงที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียปี 1998 จากการหดตัวในแทบทุกองค์ประกอบ ทั้งการส่งออกสินค้าและบริการ การบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน ยกเว้นภาครัฐเป็นเพียงเครื่องยนต์เดียวที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจทั้งการใช้จ่ายและการลงทุน โดยการลงทุนของภาครัฐ 9M20 ขยายตัว +7.3% Y-Y ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัวขึ้นเป็น -10.7% Y-Y จาก -15.0% Y-Y ใน 2Q20 แต่เนื่องจากมูลค่าการลงทุนของภาครัฐคิดเป็นเพียง 1 ใน 4 ของมูลค่าการลงทุนรวม ทำให้การลงทุนรวมงวด 9M20 -5.6% Y-Y หากแบ่งตามประเภทของการลงทุน พบว่าการลงทุนรวมที่ปรับลงมาจากการลงทุนด้านเครื่องมือเครื่องจักร (58% ของการลงทุนรวม) โดยเฉพาะของภาคเอกชนแต่เริ่มมีสัญญาณการปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้นใน 3Q20 แต่การลงทุนด้านการก่อสร้าง (42% ของการลงทุนรวม) เป็นบวกตั้งแต่ 2Q20 และเร่งตัวมากขึ้นใน 3Q20 (การก่อสร้างภาครัฐ +18.6% Y-Y การก่อสร้างภาคเอกชน +0.3% Y-Y) จากการก่อสร้างที่อยู่อาศัย และการก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่ เช่น โครงการก่อสร้างระบบสายส่งไฟฟ้าของ กฟผ. และโครงการก่อสร้างระบบท่อของการประปานครหลวง เป็นต้น การขับเคลื่อนเศรษฐกิจของภาครัฐเป็นปัจจัยบวกต่อ IND ที่มีรายได้จากภาครัฐราว 20% ของรายได้รวม และทำให้เกิดการลงทุนจากภาคเอกชนตามมา (Crowding in effect)

เศรษฐกิจไทยมีสัญญาณฟื้นตัวใน 3Q20



GDP Growth Contribution

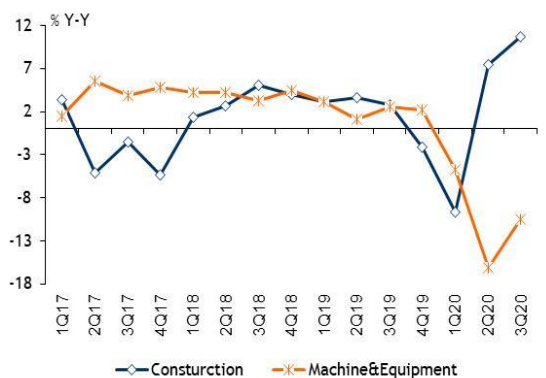


ที่มา: NESDC, Finansia Research's calculation

การลงทุนของภาครัฐเร่งตัวมากขึ้นใน 2Q20-3Q20



การลงทุนด้านการก่อสร้างสูงขึ้นอย่างโดดเด่น



ที่มา: NESDC, Finansia Research

เศรษฐกิจไทยที่ฟื้นตัวดีกว่าคาดใน 3Q20 สภาพัฒนาฯ จึงปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2020 เป็น -6.0% จากเดิมคาดหดตัว 7.3-7.8% การลงทุนของภาครัฐยังเป็นองค์ประกอบที่ถูกปรับขึ้นมากที่สุด เศรษฐกิจปี 2021 สภาพัฒนาฯ คาดฟื้นตัว 3.5-4.5% การลงทุนภาครัฐยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ตามด้วยการฟื้นตัวของการลงทุนและการบริโภคของภาคเอกชน เราเชื่อว่า ธปท. จะทบทวนประมาณการเศรษฐกิจในการประชุมสิ้นปีนี้และมีโอกาสปรับเพิ่มประมาณการเช่นเดียวกับสภาพัฒนาฯ

ประมาณการเศรษฐกิจโดยสภาพัฒนาฯ และ ธปท.

% Y-Y	2018	2019	สศช. 2020E		สศช. 2021E	ธปท.	
			ส.ค.	พ.ย.	พ.ย.	2020E	2021E
GDP	4.2	2.4	(-7.8) - (-7.3)	-6.0	3.5-4.5	-7.8	3.6
การบริโภคภาคเอกชน	4.6	4.5	-3.1	-0.9	2.4	-3.5	2.0
การลงทุนภาคเอกชน	4.1	2.8	-10.2	-8.9	4.2	-11.4	4.2
การอุปโภคภาครัฐ	2.6	1.4	3.6	3.6	4.7	3.4	5.1
การลงทุนภาครัฐ	2.9	0.2	8.6	13.7	12.4	8.8	11.4
มูลค่าการส่งออก (US\$)	7.5	-3.3	-10.0	-7.5	4.2	-8.2	4.5
เงินเฟ้อ	1.1	0.7	(-1.2) - (-0.7)	-0.9	0.7-1.7	-0.9	1.0

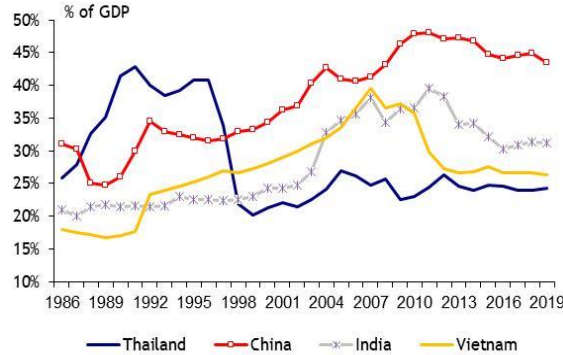
ที่มา: สศช., ธปท.

แนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างที่ฟื้นตัว หนุนธุรกิจวิศวกรรมที่ปรึกษาของ IND

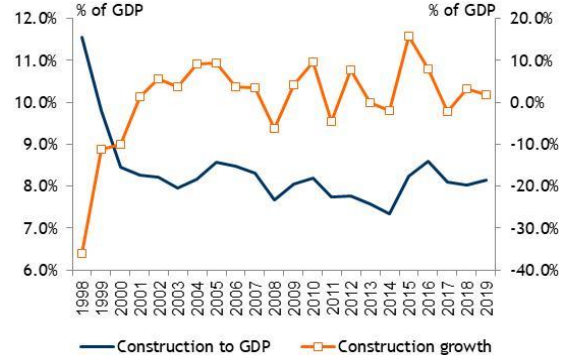
ธุรกิจวิศวกรรมที่ปรึกษาของ IND มีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศเพราะเกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็น และมีความเชื่อมโยงกับหลายอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมขนส่งและโลจิสติกส์ อุตสาหกรรมพลังงาน การพัฒนาที่อยู่อาศัยและนิคมอุตสาหกรรม เป็นต้น ผลกระทบที่เกิดจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 สะท้อนว่าประเทศไทยต้องเร่งสร้างสมดุลระหว่างการสร้างความเข้มแข็งจากภายในควบคู่ไปกับการเชื่อมโยงกับประชาคมโลก รัฐบาลจำเป็นต้องเร่งการลงทุนโดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่เพื่อพลิกฟื้นเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนทั่วโลก ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมามูลค่าการก่อสร้างรวมทั้งภาครัฐและเอกชนขยายตัวในอัตราเฉลี่ย 3.6% CAGR สอดคล้องกับการขยายตัวของ GDP ที่ 3.8% และมีสัดส่วน 8% ของ GDP เราคาดว่ามูลค่าการลงทุนด้านการก่อสร้างทั้งภาครัฐและเอกชนในระยะ 2 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2022) จะขยายตัวในอัตราเฉลี่ย 6.3% สูงกว่าการเติบโตในอดีตจากการผลักดันโครงการโครงสร้างพื้นฐานคมนาคมและสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ โครงการต่างๆ ใน EEC และโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนที่เป็นผลจากการนำของภาครัฐ (Crowding in effect) แนวโน้มอุตสาหกรรม

การก่อสร้างที่พื้นตัวทั้งของภาครัฐและภาคเอกชนเป็นปัจจัยเอื้อต่อธุรกิจวิศวกรรมที่ปรึกษาของ IND เพราะเป็นส่วนสำคัญของหลายโครงการ

ประเทศไทยรั้งท้ายเพื่อนบ้านในด้านการลงทุน



การก่อสร้างขยายตัว 3.6% มีสัดส่วน 8% ของ GDP



ที่มา: NESDC, Finansia Research

งบลงทุนของรัฐวิสาหกิจประจำปีงบประมาณ 2021 จำนวน 44 แห่ง ภายใต้สังกัด 15 กระทรวง มีวงเงินดำเนินการ 1.78 ล้านล้านบาท คาดว่าจะมีการลงทุนเฉลี่ยปีละประมาณ 3 แสนล้านบาทในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) ส่วนการก่อสร้างภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามการขยายโครงการที่อยู่อาศัยอย่างต่อเนื่อง และการกลับมาลงทุนของภาคธุรกิจขนาดใหญ่อีกครั้ง

โครงการลงทุนของรัฐวิสาหกิจรวม 41 โครงการ มูลค่าเงินลงทุนรวม 1,778,213 ล้านบาท

High-Speed Train 3 Projects	859,887.58 MB	Air Transport 7 Projects	114,156.92 MB
1. Bangkok-Chiang Mai Route	526,028.67	1. Bangkok International Airport Development Phase 3	37,590.25
2. TH-CH : Phase 2 : Nakhon Ratchasima - Nong Khai	210,862.87	2. 3 rd Runway, Suvarnabhumi International Airport	19,422.17
3. High-Speed Train linked 3 airport	122,996.04	3. Terminal 2, Suvarnabhumi International Airport	4,294.00
Mass Transit Dev. 1 Projects	30,155.00 MB	4. MRO, U-Tapao International Airport	35,377.19
1. Phuket Mass Transit	30,155.00	5. Chiang Mai International Airport Development Phase 1	14,473.31
Double Track Rail Network 9 Projects	425,477.98 MB	6. Trang Airport Development	1,200.00
1. Paknampho - DenChai	62,848.74	7. Nakhon Si Thammarat Airport Development	1,800.00
2. Jira - Ubonratchathani	37,523.61	Motorway & Expressway 10 Projects	228,707.88 MB
3. Khonkaen - Nong Khai	26,654.36	1. Motorway : Nakhon Pathom - Cha-am	79,071.81
4. Chumporn - Surat Thani	24,287.36	2. Motorway : Hat Yat - Thailand - Malaysia Border	37,470.00
5. Surat Thani - Songkhla	57,369.43	3. Expressway : Rangsit - Bang Pa-in	29,269.97
6. Hat Yai - Padang Beza	6,657.37	4. Expressway Bang Khun Thian - Ban Phaeo	32,285.00
7. DenChai - Chiang Mai	56,826.78	5. Expressway : Kratu - Patong	14,177.22
8. DenChai - Chiang Rai-Chiang Khong	85,345.00	6. Expressway : Rama 3 - Dao Kanong - Outer Ring	31,244.00
9. Ban Phai - Nakhon Phanom	67,965.33	7. Service Area : Pattaya - Map ta Phut	620.00
Commuter Train Network 4 Projects	68,385.93 MB	8. Service Area : Chon Buri - Pattaya	1,504.00
1. Light Red : Bang Sue - Hua Mak & Bang Sue-Hua Lampong	44,144.32	9. Rest Area : Bang Yai - Kanchanaburi	1,486.00
2. Dark Red : Rangsit - Thammasat University Rangsit	6,570.00	10. Rest Area : Bang Pa-in - Nakhon Ratchasima	1,579.88
3. Light Red : Taling Chan - Siriraj	7,469.43	Public Bus Procurement 1 Project	466.94 MB
4. Light Red : Taling Chan - Salaya	10,202.18	1. EV Bus Procurement	446.94
Maritime Transport Dev. 4 Projects	49,810.75 MB	Land Transport 1 Project	1,154.50 MB
1. Lam Chabang Port Phase 3	49,630.75	1. Nakhon Phanom Border Transportation Center	1,154.50
2. Ferry Terminal Development : Koh Samui - Surat Thani	80.00	Road 1 Project	9.50 MB
3. Tha Chang Pier Development	60.00	1. Thailand Southern Riviera	9.50
4. Tha Tian Pier Development	40.00		

ที่มา: CK presentation

กำไรปี 2019 ลดลง 51.4% Y-Y หลังส่งมอบโครงการขนาดใหญ่ในปี 2017-2018

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2017-2019) รายได้จากการให้บริการของ IND ปรับลดลงเฉลี่ย 18.7% CAGR จาก 1,167.5 ล้านบาทในปี 2017 เป็น 771.0 ล้านบาทในปี 2019 ทั้งนี้ รายได้ในปี 2017-2018 อยู่ในระดับสูง 1.1-1.6 พันล้านบาทเนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากงานออกแบบพร้อมก่อสร้างคลังน้ำมันปิโตรและคลังน้ำมันลำปาง ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่มีมูลค่ารวมราว 2.8 พันล้านบาท มีระยะเวลาโครงการตั้งแต่ปี 2016-2020 และยังมีงานออกแบบและก่อสร้างสถานีสูบน้ำและระบบควบคุม บางปะอิน โดยงานส่วนใหญ่ถูกรับรู้ในปี 2017-2018 ส่งผลให้งานประเภทออกแบบพร้อมก่อสร้าง (Design-Build) มีสัดส่วน 93% ของรายได้รวม ขณะที่ปี 2019 เป็นช่วงท้ายของการส่งมอบงาน 3 โครงการดังกล่าว รายได้จึงลดลงเหลือ 771.0 ล้านบาท โดยสัดส่วนของงานออกแบบพร้อมก่อสร้างลดลงเป็น 73.7% ของรายได้รวม

งานประเภทออกแบบเบื้องต้นและออกแบบรายละเอียด และงานบริหารโครงการและควบคุมงานก่อสร้าง มีมูลค่าน้อยกว่างานออกแบบพร้อมก่อสร้างมาก แต่เติบโตต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ย 218.3% และ 9.5% CAGR ในปี 2017-2019 ตามลำดับ ตามงานที่บริษัทได้รับเพิ่มเติม จนสัดส่วนงานออกแบบเบื้องต้นและออกแบบรายละเอียดเพิ่มขึ้นจาก 1.0% ของรายได้รวมในปี 2017 เป็น 15.2% ในปี 2019 และสัดส่วนงานบริหารโครงการและคุมงานก่อสร้าง เพิ่มขึ้นจาก 6.0% ในปี 2017 เป็น 10.8% ในปี 2019

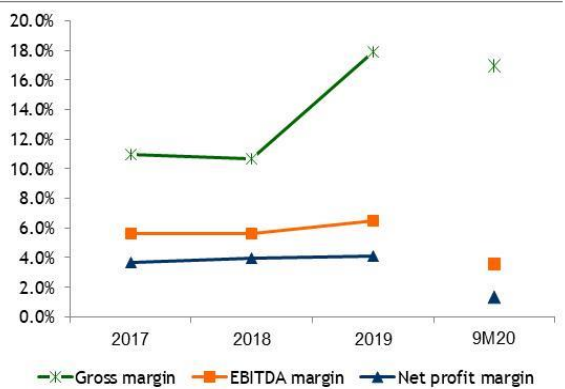
ต้นทุนหลักของบริษัทประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ค่าจ้าง Sub-contractors และค่าวัสดุอุปกรณ์ก่อสร้าง สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2017-2018 ใกล้เคียงกันที่ 10.9% และ 10.6% ตามลำดับ ทั้งนี้ ในปี 2017 มีงานออกแบบอาคาร 2 โครงการที่มีอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างสูง จึงทำให้อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2017 สูงกว่า ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็น 17.9% ในปี 2019 เกิดจาก 1) บริษัทได้รับมูลค่างานเพิ่มจากการที่ผู้ว่าจ้างขยายระยะเวลาของสัญญาในโครงการหนึ่ง 2) ได้รับเงินเพิ่มจากการขยายระยะเวลาก่อสร้างของผู้รับเหมาก่อสร้างที่ไม่สามารถก่อสร้างให้แล้วเสร็จตามกำหนด และ 3) ได้รับงานส่วนเพิ่มของงานออกแบบพร้อมก่อสร้าง 3 โครงการ

ค่าใช้จ่ายในการบริหารส่วนใหญ่เป็นค่าตอบแทนและสวัสดิการพนักงาน เงินโบนัส เครื่องใช้สำนักงาน ค่าสาธารณูปโภค เป็นต้น มีสัดส่วน 5-6% ของรายได้ในปี 2017-2018 และปรับขึ้นเป็น 12.8% ในปี 2019 จากการปรับโครงสร้างเงินเดือนพนักงาน ค่าบริการวิชาชีพเพิ่มขึ้น รวมถึงสำรองค่าใช้จ่ายพนักงานเกษียณตามกฎหมายแรงงานใหม่ ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิในปี 2017-2019 อยู่ที่ 3.7% 3.9% และ 4.1% ตามลำดับ หรือเป็นกำไร 43.2 ล้านบาทในปี 2017 และเพิ่มขึ้น 50.6% Y-Y เป็น 65.1 ล้านบาทในปี 2018 ก่อนจะลดลง 51.4% Y-Y ในปี 2019 เป็น 31.6 ล้านบาทตามรายได้ที่ลดลง

รายได้และอัตรากำไรเติบโตในปี 2017-2019 และ 9M20



อัตรากำไรปี 2017-2019 และ 9M20



ที่มา: NESDC, Finansia Research

กำไรปี 2020 สะดุดชั่วคราวแต่คาดการณ์กำไรระยะยาว +177.8% Y-Y ในปี 2021 และ +27.3% Y-Y ในปี 2022

ผลประกอบการงวด 9M20 IND มีกำไรสุทธิ 5.3 ล้านบาท ลดลง 79.4% Y-Y จากการลดลงของรายได้การบริการ 31.9% Y-Y เป็น 398.0 ล้านบาท เนื่องจากความล่าช้าของการประกาศใช้ พ.ร.บ. งบประมาณปี 2020 ในช่วงต้นปี การแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้ภาวะเศรษฐกิจซบเซา ภาคเอกชนชะลอหรือเลื่อนการลงทุนออกไป ประกอบกับโครงการขนาดใหญ่ถูกส่งมอบงานไปแล้วในช่วงปี 2018-2019 มูลค่างานที่ได้รับในปีนี้น้อยกว่าปีก่อน ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 17.0% จาก 18.8% ใน 9M19 เพราะงานบริหารโครงการและคุมงานก่อสร้างในปี 2019 มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า

ณ สิ้น 3Q20 บริษัทมี Backlog 529.8 ล้านบาท ส่วนใหญ่ (85%) เป็นงานออกแบบพร้อมก่อสร้าง ซึ่งมีกำหนดแล้วเสร็จภายในปี 2022 อีกประมาณ 8% เป็นงานออกแบบเบื้องต้นและออกแบบรายละเอียดซึ่งมีกำหนดแล้วเสร็จภายในปี 2021 ส่วนที่เหลือเป็นงานบริหารโครงการและคุมงานก่อสร้างซึ่งมีกำหนดแล้วเสร็จภายในปี 2021 เราคาดว่าผลประกอบการ 4Q20 จะเร่งตัวขึ้นและกำไรน่าจะเป็จุดสูงสุดของปีตามการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ แต่ด้วยผลกระทบของ COVID-19 คาดว่ารายได้จากการบริการในปี 2020 จะลดลง 21.6% Y-Y เป็น 604.5 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นชะลอลงเป็น 16.8% จาก 17.9% ในปี 2019 และคาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 16.2 ล้านบาท -48.8% Y-Y

Backlog ณ สิ้น 3Q20

	จำนวนสัญญา	มูลค่างานตามสัญญา	มูลค่างานที่รับรู้แล้ว สิ้น 3Q20	มูลค่างานคงเหลือ สิ้น 3Q20	อายุสัญญาคงเหลือเฉลี่ย
งานออกแบบเบื้องต้นและออกแบบรายละเอียด	14	197.5	150.4	47.1	0-1 ปี ภายในปี 2021
งานบริหารโครงการและควบคุมงานก่อสร้าง	7	359.2	327.2	32.0	0-1 ปี ภายในปี 2021
งานออกแบบพร้อมก่อสร้าง	8	4,016.1	3,565.5	450.7	0-2 ปี ภายในปี 2022
รวม	29	4,572.9	4,043.1	529.8	

ที่มา: Company filing

แม้ว่า Backlog ปัจจุบันจะมีจำนวนไม่มาก แต่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการเร่งขยายการลงทุนของภาครัฐและเอกชนในปีหน้า และด้วยขนาดการลงทุนของรัฐวิสาหกิจที่สูงถึง 1.78 ล้านล้านบาท คาดว่าจะมีการลงทุนเฉลี่ยปีละประมาณ 3 แสนล้านบาทในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) หากอิงสัดส่วนงานที่ปรึกษาในอุตสาหกรรมที่เฉลี่ย 3% ของมูลค่างานโครงการหนึ่งๆ เทียบกับตลาดของ IND มีมูลค่าสูงถึงกว่า 1 หมื่นล้านบาทต่อปี ยังไม่รวมงานภาคเอกชน เราจึงคาดการณ์รายได้ปี 2021 ฟื้นตัว 113.2% Y-Y เป็น 1,289.0 ล้านบาท และโตต่อเนื่อง 5.3% Y-Y เป็น 1,357.3 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะลดลงจากปี 2019 มาอยู่ในช่วง 12.7-13.8% จากการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนงานออกแบบพร้อมก่อสร้างซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำกว่างานประเภทอื่นเนื่องจากเป็นงาน Turnkey และคาดว่าจะรักษาค่าใช้จ่ายในการบริหารให้ไม่สูงกว่าเดิมมากนักโดยอยู่ในระดับ 108-115 ล้านบาทในระยะ 2 ปีข้างหน้า ดังนั้น จึงคาดการณ์กำไรสุทธิที่ 45.0 ล้านบาทในปี 2021 +177.8% Y-Y และ 57.3 ล้านบาทในปี 2022 +27.3% Y-Y คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 3.5% และ 4.2% ในปี 2021-2022 ตามลำดับ

Projection Assumptions

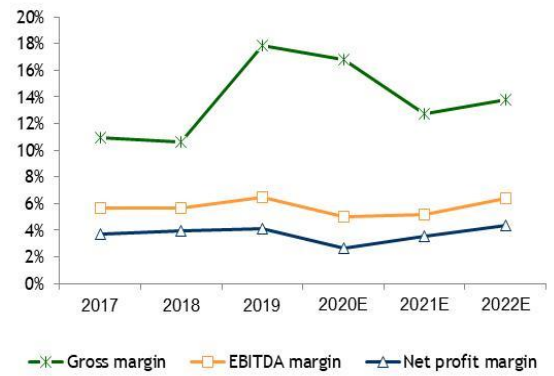
	2020E	% Change	2021E	% Change	2022E	% Change
Total service revenue	604.5	-21.6	1,289.0	113.2	1,357.3	5.3
- Conceptual & Detailed design	97.1	-17.2	58.2	40.0	58.8	1.0
- PMC	61.0	-26.9	120.8	98.0	244.0	102.0
- Design-Build	446.5	-21.7	1,110	148.6	1,054.5	-5.0
Gross margin (%)	16.8		12.7		13.8	
SG&A to sales (%)	13.8		8.4		8.5	

ที่มา: Finansia Research

คาดการณ์รายได้และอัตราการเติบโตปี 2020-2122



คาดการณ์อัตรากำไรปี 2020-2022

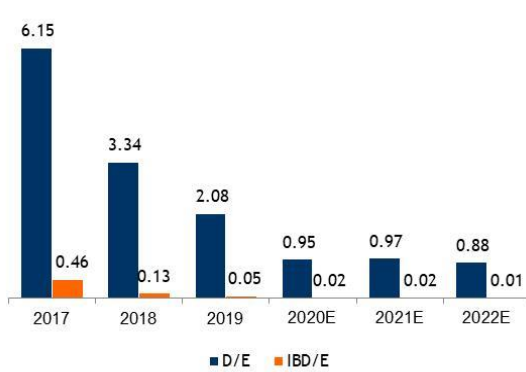


ที่มา: Finansia Research

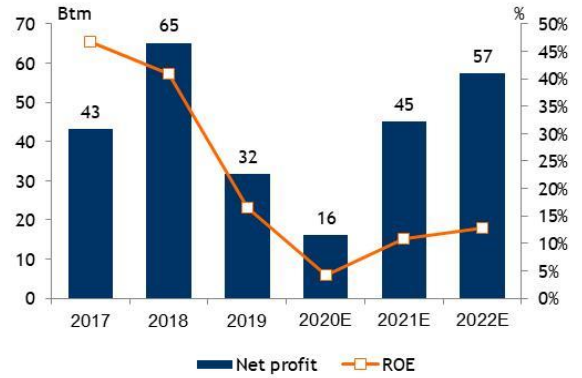
ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

ณ สิ้นงวด 3Q20 บริษัทปลอดหนี้เงินกู้ หนี้รวมทั้งหมด 375.0 ล้านบาท ส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้เงินประกันผลงานและเจ้าหนี้การค้าอื่นๆ ซึ่งลดลงจากในช่วง 3 ปีก่อนหลังจากส่งมอบงานโครงการใหญ่ไปแล้ว ซึ่งทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทต่ำมาก มีสัดส่วนเพียง 0.2% ของต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมด และทำให้อัตราส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 0.4 เท่าในปี 2017 เหลือเพียง 0.03 เท่า ณ สิ้น 3Q20 ภายหลังจากการเพิ่มทุน IPO ครั้งนี้ เราคาดว่า IBD/E จะลดลงเหลือ 0.02 เท่าในปี 2020-2021 และเหลือ 0.01 เท่าในปี 2022 รวมถึงคาดว่า ROE จะทยอยปรับเพิ่มขึ้นในอนาคต

คาดการณ์รายได้และอัตราการเติบโตปี 2020-2122



คาดการณ์อัตรากำไรปี 2020-2022



ที่มา: Finansia Research

การประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ IND โดยอิง PE 12 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มวิศวกรรมที่ปรึกษาที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ STI, TEAMG และ TIGER เราไม่ได้นำ PPS มารวมในค่าเฉลี่ยเนื่องจาก PE สูงเพราะสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นหายไปและ PE สูงไม่สอดคล้องกับความสามารถในการทำกำไรที่ลดลง ทั้งนี้ PE ของกลุ่มเฉลี่ยในช่วง 2 ปีนี้อยู่ในกรอบ 10.5-11.8 เท่า ความสามารถในการทำกำไร (Gross margin, Net margin และ ROE) ของกลุ่มสูงกว่า IND แต่ชดเชยได้จากอัตราการเติบโตของกำไรของ IND ในปี 2021 ที่สูงกว่ากลุ่ม และการที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นการยกระดับมาตรฐานการดำเนินงานสู่สากล ฐานของทุนที่มีขนาดใหญ่ขึ้นจะเพิ่มโอกาสในการได้รับงานขนาดใหญ่ขึ้นต่อไปในอนาคต

บนคาดการณ์ EPS ปี 2021 ที่ 0.13 บาท และ PE 12 เท่า ได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ที่ 1.55 บาท ณ ราคาเหมาะสมดังกล่าวคิดเป็น Implied PBV 1.3 เท่า ใกล้เคียงกลุ่มเช่นกัน

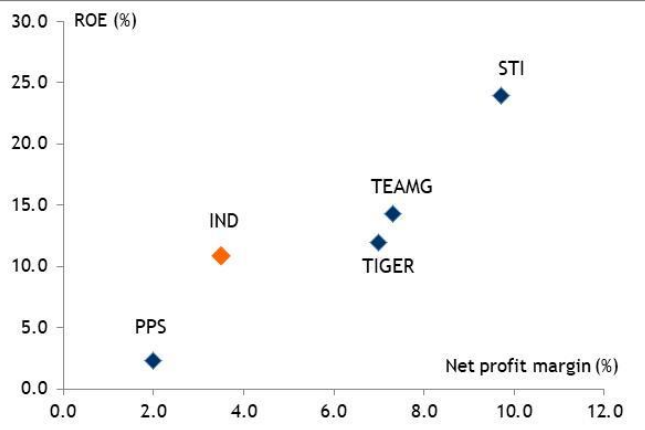
เราลองประเมินด้วยวิธี GGM อิงตามความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในระยะยาว โดยมีสมมติฐานสำคัญได้แก่ Long-term Growth (G) 4%, Long-Term ROE 13%, Cost of Equity 10% จะได้ PBV 1.4 เท่า คิดเป็นราคาเป้าหมาย 1.59 บาทใกล้เคียงวิธี PE 12 เท่า

Peers comparison

	Rev growth (%)		Gross margin (%)		NPAT growth (%)		Net margin (%)		ROE	PER (x)		PBV (x)	
	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	21E	20E	21E	20E	21E
PPS	6.0	5.0	2.2	2.2	Nm	0.0	2.0	2.0	2.3	39.3	39.1	1.0	1.0
STI	128.6	12.4	32.3	32.5	65.9	22.9	9.0	9.7	23.9	12.8	10.5	2.6	2.2
TEAMG	-5.0	10.0	11.0	10.5	14.7	6.0	7.6	7.3	14.3	10.8	10.3	1.5	1.4
TIGER	-1.5	5.0	14.6	15.30	-15.3	14.0	6.7	7.5	12.2	11.7	10.6	1.3	1.3
Average	33.0	8.1	20.0	20.0	21.8	10.7	6.3	6.7	13.2	18.6	17.6	1.6	1.5
Avg. PE excluding PPS										11.8	10.5	1.8	1.6
IND	-21.6	113.2	16.8	12.7	-48.8	177.8	2.7	3.5	10.9				

ที่มา: Projections from Bloomberg, Settrade, Finansia Research

Net profit margin vs ROE

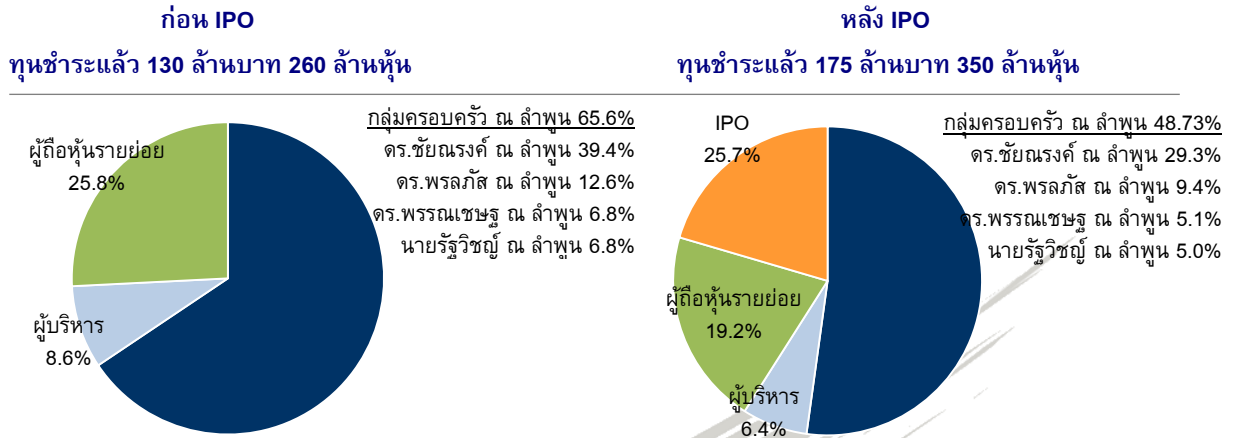


ที่มา: Finansia Research

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

IND มีทุนจดทะเบียน 175 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 130 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 260 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) ภายหลังจากเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 90 ล้านหุ้นแก่ประชาชนในครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 175 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 350 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท)

วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนครั้งนี้ 1) ลงทุนในระบบคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์ และซอฟต์แวร์ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน และ 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประกอบธุรกิจ



ที่มา: Company filing

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังหักสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่นตามที่บริษัทกำหนด

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความไม่สม่ำเสมอและไม่ต่อเนื่องของรายได้

บริษัทอยู่ในธุรกิจบริการด้านวิศวกรรมที่ปรึกษา การออกแบบ พร้อมก่อสร้าง เน้นโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน เช่นการคมนาคมขนส่ง โครงข่ายถนน ระบบขนส่งทางราง ทางน้ำ ทางอากาศ และทางท่อ เป็นต้น รายได้ของบริษัทมีความสัมพันธ์กับงบประมาณรายจ่ายของประเทศ แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ บรรรยากาศการลงทุน และความมั่นคงทางการเมือง รวมถึงความล่าช้าหรือการเลื่อนโครงการ ซึ่งทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในด้านความไม่สม่ำเสมอและไม่ต่อเนื่องของรายได้

ความเสี่ยงจากการประมาณการต้นทุนไม่ถูกต้องและการบริหารจัดการต้นทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ

ผลกำไรขั้นต้นของบริษัทขึ้นอยู่กับ การประมาณการต้นทุนโครงการที่แม่นยำและควบคุมต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงให้อยู่ในประมาณการที่กำหนดไว้ โดยเฉพาะโครงการส่วนใหญ่ของบริษัทที่มีระยะเวลา 1-3 ปี หากมีการประเมินต้นทุนที่ผิดพลาดไม่ว่าจะเกิดจากปัจจัยภายในของบริษัท หรือปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาได้ อาจส่งผลกระทบต่อกำไรขั้นต้นของบริษัท

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรที่เชี่ยวชาญ

ธุรกิจของบริษัทต้องอาศัยที่วิศวกรผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในหลายสาขา ทรัพยากรบุคคลจึงเป็นส่วนสำคัญในการบริหารจัดการงานแต่ละโครงการให้มีประสิทธิภาพและสำเร็จลุล่วงตามข้อกำหนดของผู้ว่าจ้าง หากบริษัทไม่สามารถจัดหาหรือรักษากลุ่มวิศวกรได้ อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในตลาด

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่

ในช่วงปี 2017-2019 บริษัทได้รับงานออกแบบพร้อมก่อสร้างคลังน้ำมันพิจิตร โครงการออกแบบพร้อมก่อสร้างคลังน้ำมันลำปาง โครงการออกแบบพร้อมก่อสร้างสถานีบริการเติมน้ำมันดอนเมือง ณ สนามบินดอนเมือง และโครงการออกแบบพร้อมก่อสร้างถังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน (T-2306) จากกลุ่มลูกค้าบริษัทเอกชนกลุ่มหนึ่ง ทั้ง 4 โครงการเป็นโครงการขนาดใหญ่ มีมูลค่ารวมกันกว่า 3.6 พันล้านบาท ทำให้ในช่วงปี 2017 ถึง 9M20 มีรายได้จากทั้ง 4 โครงการดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วน 86.3%, 70.7%, 64.0% และ 59.3% ของรายได้รวม ตามลำดับ หากในอนาคตบริษัทไม่ได้รับงานจากลูกค้ารายดังกล่าว หรืองานที่รับมีมูลค่าโครงการไม่สูงเช่นในอดีต อาจส่งผลให้รายได้ลดลง

ความเสี่ยงจากการว่าจ้างผู้รับจ้างช่วง (Sub-contractor)

ธุรกิจของบริษัทต้องใช้บุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ซึ่งบางโครงการมีข้อจำกัดด้านบุคลากร ทำให้บริษัทอาจต้องว่าจ้างผู้รับจ้างช่วง (Sub-contractor) ภายนอกเพื่อทำงานภายใต้กรอบเวลาที่ผู้ว่าจ้างกำหนดตามสัญญา ซึ่งบริษัทจะเป็นผู้ควบคุมและบริหารงานของ Sub-contractor ให้เป็นไปตามสัญญา จึงอาจมีโอกาที่ Sub-contractor หรือผู้รับจ้างภายนอกทำงานไม่ได้ตามมาตรฐานของบริษัท หรือละทิ้งงานกลางคัน เป็นเหตุให้งานล่าช้าและสร้างความเสียหายให้แก่บริษัท

ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงิน

ธุรกิจของบริษัทต้องอาศัยเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอในการเข้าประมูลงาน และระหว่างดำเนินงานที่ได้รับจ้างสำหรับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น เพราะบริษัทจะเรียกเก็บเงินค่าบริการได้ต่อเมื่อความคืบหน้าของงานเป็นไปตามที่ตกลงกับผู้ว่าจ้าง ในกรณีที่งานล่าช้าทำให้บริษัทไม่สามารถเรียกเก็บเงินตามแผนงานได้ อาจทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Services revenue	1,657.0	771.0	604.5	1,289.0	1,357.3
Cost of services	1,480.6	633.3	503.1	1,125.4	1,170.1
Gross profit	176.4	137.7	101.4	163.6	187.2
SG&A	93.5	99.0	83.4	108.8	115.4
Operating profit	82.9	38.7	18.0	54.8	71.9
Other income	1.5	2.6	3.6	2.6	2.4
EBIT	84.4	41.3	21.6	57.4	74.3
EBITDA	93.3	50.1	30.2	65.9	84.1
Interest expense	3.0	1.6	1.4	1.2	2.7
Tax on income	16.3	8.1	4.0	11.2	14.3
Earnings after tax	65.1	31.6	16.2	45.0	57.3
Minority Interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Norm profit	65.1	31.6	16.2	45.0	57.3
Extraordinary items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit	65.1	31.6	16.2	45.0	57.3

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	81.4	39.7	20.2	56.2	71.6
Deprec. & amortization	8.9	8.7	8.5	8.5	9.9
Change in working capital	-8.5	-33.5	-12.2	11.2	8.0
Other adjustments	5.9	9.2	23.0	-31.0	-29.0
Cash flow from operations	87.7	24.2	39.5	44.9	60.4
Capital expenditure	-9.1	3.1	-7.6	-51.0	-26.0
Others	0.7	0.6	0.0	0.0	0.0
Cash flow from investing	-8.4	3.7	-7.6	-51.0	-26.0
Free cash flow	79.2	27.9	32.0	-6.1	34.4
Net borrowings	-17.7	-2.6	-2.0	-2.9	0.0
Equity capital raised	0.0	0.0	174.5	0.0	0.0
Dividends paid	0.0	0.0	-36.5	-18.0	-22.9
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from financing	-17.7	-2.6	136.0	-20.9	-22.9
Net change in cash	61.5	25.3	168.0	-27.0	11.5

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	55.7	71.2	239.2	212.6	223.6
Accounts receivable	296.0	197.3	182.2	229.5	238.0
Inventory	2.2	0.0	1.4	3.1	3.2
Other current asset	42.5	42.7	60.5	64.5	67.9
Total current assets	586.7	489.4	652.5	705.6	729.5
Restricted cash	65.9	62.2	62.2	62.2	62.2
PPE	30.2	26.7	20.2	26.9	28.2
Other assets	0.3	0.3	0.6	1.3	1.4
Total Assets	691.4	586.6	743.1	803.4	828.5
Short term loan	9.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Account payable	417.4	308.9	289.5	317.6	304.5
Current maturities	3.0	3.7	4.0	3.7	2.7
Contract liabilities	61.0	36.2	32.6	34.6	36.6
Other current liabilities	11.3	11.4	8.3	12.3	12.8
Total current liabilities	502.4	360.2	334.3	368.2	356.7
Long term debt	7.5	6.5	4.4	2.7	4.0
Other LT liabilities	22.1	29.1	30.2	32.2	33.9
Total LT liabilities	29.6	35.6	34.6	34.9	37.9
Total liabilities	532.1	395.8	368.9	403.1	394.6
Registered capital	50.0	50.0	175.0	175.0	175.0
Paid-up capital	50.0	50.0	175.0	175.0	175.0
Share Premium	22.7	22.7	72.2	72.2	72.2
Surplus on share-based payment transactions	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Legal reserve	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Retained earnings	31.6	63.0	71.9	98.1	131.7
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Shareholders' equity	159.3	190.7	374.1	400.3	433.9

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	41.9	-53.5	-21.6	113.2	5.3
EBITDA	42.2	-46.3	-39.8	118.6	27.6
Net profit	50.6	-51.4	-48.8	177.8	27.3
Normalized earnings	50.6	-51.4	-48.8	177.8	27.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	10.6	17.9	16.8	12.7	13.8
EBITDA margin	5.6	6.5	5.0	5.1	6.2
EBIT margin	5.1	5.4	3.6	4.5	5.5
Normalized profit margin	3.9	4.1	2.7	3.5	4.2
Net profit margin	3.9	4.1	2.7	3.5	4.2
Normalized ROA	9.4	5.4	2.2	5.6	6.9
Normalized ROE	40.8	16.6	4.3	11.2	13.2
Normalized ROCE	44.7	18.3	5.3	13.2	15.7
Risk (x)					
DE	3.3	2.1	1.0	1.0	0.9
Net D/E	3.0	1.7	0.3	0.5	0.4
Net debt/EBITDA	-0.5	-1.3	-7.8	-3.2	-2.6
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.65	0.32	0.05	0.13	0.16
Normalized EPS	0.65	0.32	0.05	0.13	0.16
EBITDA	0.93	0.51	0.09	0.19	0.24
Book value	1.59	1.91	1.07	1.14	1.24
Dividend	0.00	0.00	0.02	0.05	0.07
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	1.7	3.4	23.8	8.6	6.7
Norm P/E	1.7	3.4	23.8	8.6	6.7
P/BV	0.7	0.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	0.8	1.0	5.1	2.7	2.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.7	4.7	5.9

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>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 02-740-7100</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทรทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวง (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระดมอรยา ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดสมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

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 **NR** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC