

อยู่บนความคาดหวังงานภาครัฐ ท่ามกลางหลายปัจจัยกดดัน

สายสีส้มติดขัด คาดหวังงานประมูลใหม่สร้างสีสัน

รถไฟฟ้าสายสีส้มที่เป็นพระเอกในปีนี้นำสู่ขึ้นตอนยืนของแล้ว แต่กระบวนการประมูลยังล่าช้ากว่าแผน หลังมีการยื่นคำร้องต่อศาลคัดค้านการใช้เกณฑ์การประมูลใหม่ ปัจจุบันอยู่ระหว่างรอศาลสูงสุดตัดสิน ความไม่ชัดเจนและยืดเยื้อดังกล่าวจึงเป็นปัจจัยที่ Overhang ต่อกลุ่มรับเหมายักษ์ในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เรายังคาดหวังการลงทุนภาครัฐจะถูกใช้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจาก COVID-19 เป็นอันดับแรกๆ โดยเริ่มมีสัญญาณบวกจาก 2 โครงการใหญ่ที่มีความชัดเจนและคืบหน้าเป็นรูปธรรม อย่างรถไฟทางคู่สายใหม่ 2 เส้นทาง วงเงิน 1.27 แสนล้านบาท และรถไฟฟ้าสีม่วงใต้อีกกว่า 1 แสนล้านบาท คาดเปิดประมูลใน 1H21 โดยต้องติดตามการแข่งขันด้านราคาที่น่าจะจืดจางลงบ้าง อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี หากรถไฟฟ้าสีส้มสามารถดำเนินการประมูลต่อไปได้จะเป็นปัจจัยบวก

หลายปัจจัยเสี่ยงยังกดดันทั้งรายได้และมาร์จิ้น

ปี 2021 มีหลายปัจจัยเสี่ยงกดดันจากทั้งผลกระทบ COVID-19 ที่ต่อเนื่องจากปีก่อนหน้า อย่าง 1) ปริมาณงานในตลาดมีน้อย หลังงานภาครัฐล่าช้า เนื่องจากรัฐบาลมุ่งไปแก้ปัญหาแพร่ระบาด รวมถึงการลงทุนภาคเอกชนที่ชะลอตามความเชื่อมั่น ส่งผลให้เกิดการแข่งขันรุนแรง กดดันอัตรากำไร 2) สถานการณ์ขาดแคลนแรงงาน หลังแรงงานต่างด้าวกลับประเทศตนเองไปตั้งแต่มี.ค. 2020 และเคลื่อนย้ายเข้าประเทศไทยไม่ได้ ทำให้ความคืบหน้าของการก่อสร้างช้าลง และอัตราการผลิตลดลง โดยเฉพาะบริษัทที่พึ่งพาแรงงานต่างด้าวมากอย่าง SEAFCO นอกจากนี้ ยังมีประเด็นที่ต้องติดตามอย่าง 3) ราคาวัสดุก่อสร้าง อย่างราคาเหล็กที่สูงขึ้น โดยดัชนีราคาเหล็กในเดือนธ.ค.2020 +5% Y-Y แม้งานภาครัฐยังมีค่า K ช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวน แต่ทิศทางราคาเหล็กโลกที่เป็นขาขึ้น อาจส่งผลต่ออัตรากำไร

กำไร 4Q20 ไม่เด่น แต่คาดปี 2021 จะฟื้นตัว

ภาพรวมกำไรปกติ 4Q20 ของ 4 บริษัทรับเหมายักษ์ที่เราดูแล ชะลอตัว Q-Q และ Y-Y โดยทุกบริษัทหดตัว Y-Y หลักๆ มาจากผลของ COVID เราคาดว่ากำไรของ CK และ SEAFCO อ่อนลงทั้ง Q-Q และ Y-Y โดย CK สาเหตุจากบริษัทร่วม ส่วน SEAFCO จากปัญหาขาดแคลนแรงงาน และการแข่งขันรุนแรง สำหรับ PYLON, STEC คาดหดตัวแรง Y-Y แต่ฟื้นตัว Q-Q จากฐานต่ำ ทำให้เราคาดว่ากำไรปกติปี 2020 ของกลุ่มฯ ลดลงติดต่อกันเป็นปีที่ 2 อยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท (-39% Y-Y)

ปี 2021 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มฯฟื้นตัว +53% Y-Y แต่หลักๆ มาจาก CK ที่โตแรงสุดหนุนจากบริษัทร่วม อย่างไรก็ตาม ภาพรวมคาดยังไม่เด่นถูกกดดันจากผลกระทบจาก COVID-19 ใน 1H21 แต่คาดเริ่มดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 2H21 บวกกับมีโอกาสรับงานใหม่เพิ่ม เรามองว่ากลุ่มรับเหมารายหลัก (CK, STEC) จะมีความแข็งแกร่งและปลอดภัยกว่ากลุ่มฐานราก (SEAFCO, PYLON) เนื่องจาก Backlog ที่ปริมาณและระยะเวลารับรู้ที่มากกว่า ช่วยจำกัด Downside หากงานเข้ามาเติมไม่ทัน โดยเริ่มเห็นสัญญาณชะลอการเริ่มก่อสร้างโครงการใหม่จากเจ้าของโครงการเพื่อรอสถานการณ์ ซึ่งจะส่งผลต่อผลประกอบการปีนี้ของฐานรากทันที

ปรับลดน้ำหนักการลงทุนเป็น “Neutral” เลือก CK เป็น Top Pick

เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนกลุ่มรับเหมาก่อสร้างเป็น “เท่ากบตลาด” เนื่องจากถูกกดดันจากการแข่งขันที่รุนแรง และภาวะแรงงานตึงตัว ซึ่งคาดยังไม่กลับเป็นปกติภายในปีนี้ รวมถึงหลายโครงการยังล่าช้ากว่าแผน โดยเฉพาะสายสีส้ม โดยโครงการประมูลอื่นคาดเห็นความคืบหน้าตั้งแต่ 2H21 ซึ่งคาดรับรู้เป็นรายได้ชัดเจนในปี 2022 มากกว่า อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ความคืบหน้าของการประมูลงานและเป็น Catalyst บวกต่อราคาหุ้น เปิดโอกาสแก๊งกำไรตามข่าว ระยะสั้น ติดตามการขาย TOR ของรถไฟทางคู่เฟส 2 จำนวน 2 เส้นทางในวันที่ 20-25 ม.ค. นี้ ราคาหุ้นกลุ่มฯปรับลงเฉลี่ย 8% ภายใน 1 เดือน ยัง Laggard และสวนทาง SET ปัจจุบันเทรดบน PBV2021 เพียง 1.5x หรือค่าเฉลี่ย 5 ปี -3.75SD เราขอปรับเพิ่มน้ำหนักมากกว่าฐานราก เลือกหุ้นเด่นเป็น CK (ราคาเหมาะสม 24 บาท) จากโอกาสรับงานใหญ่ช่วยปลดล็อกงานในมือที่ต่ำ เป็นประเด็นหนุนราคาหุ้น รวมถึงโมเมนตัมกำไรปีนี้คาด Turnaround หลังหดตัว 2 ปีติดต่อกัน และมีบริษัทก่อสร้างผลตอบแทนสม่ำเสมอ

Analyst: Thanyatorn Songwutti
Register No.: 101203
E-mail:
Thanyatorn.s@fnsyrus.com
Tel. 0 2646 9805
www.fnsyrus.com
FB FINANSIA SYRUS SECURITIES
Telegram Finansia

(Bt)	Rating	Price (Bt)	End-21	Norm Profit Growth (%)		P/E(x)		P/BV(x)		Dividend yield (%)		ROE (%)	
		14 Jan 21	Target	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E	2020E	2021E	2020E	2021E
CK	Buy	16.30	24.00	-37.8	133.1	31.6	19.8	1.0	1.0	1.2	1.9	3.1	4.8
PYLON	Hold	4.00	4.10	-35.9	6.7	16.8	15.8	2.5	2.3	5.0	5.0	15.3	14.8
SEAFCO	Sell	4.76	4.40	-48.7	0.5	16.3	16.2	2.0	1.9	3.2	3.2	12.4	11.8
STEC	Buy	12.60	17.00	-38.6	22.2	21.0	17.2	1.3	1.1	1.6	2.0	6.0	6.6
Sector				-39.5	53.1	24.6	18.4	1.7	1.6	2.7	3.0	9.2	9.5

จับตารถไฟฟ้าสายสีส้มเสี่ยงล่าช้า

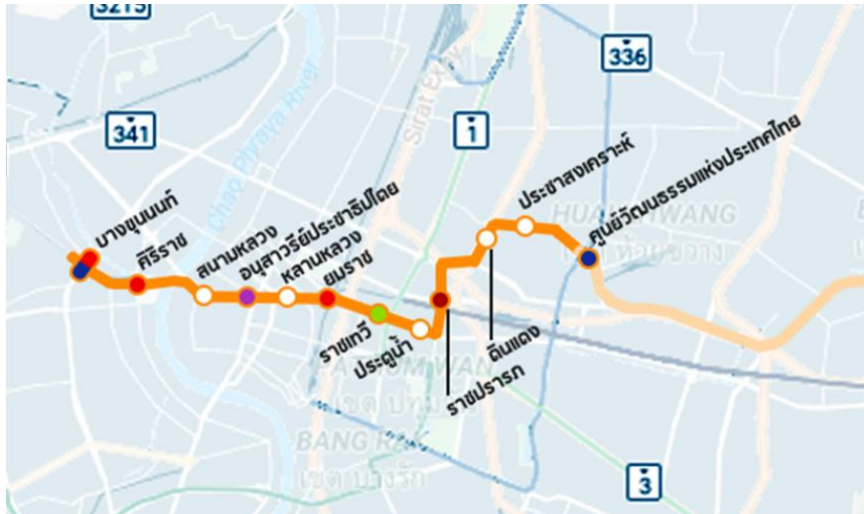
โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม ช่วงบางขุนนนท์-มีนบุรี แบ่งเป็นส่วนตะวันออก (ช่วงศูนย์วัฒนธรรม- มีนบุรี) และส่วนตะวันตก (ช่วงบางขุนนนท์ - ศูนย์วัฒนธรรม) ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างขั้นตอนการประมูล ระยะทาง 22.5 กิโลเมตร จำนวน 17 สถานี เป็นสถานีใต้ดิน 10 สถานี และ สถานียกระดับ 7 สถานี โดยโครงการเป็นรูปแบบเป็นการร่วมลงทุนระหว่างรัฐและเอกชน (PPP Net Cost) มูลค่าโครงการ 1.4 แสนล้านบาท โดยรัฐจะลงทุน 1.1 แสนล้านบาท แบ่งเป็นค่าจัดกรรมสิทธิ์ที่ดิน 1.4 หมื่นล้านบาท และงานโยธาสายสีส้มตะวันตก โดยเอกชนต้องจ่ายเงินไปก่อน และรัฐจะอุดหนุน (Subsidy) ไม่เกิน 9.6 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะผ่อนชำระเป็นระยะเวลา 10 ปีนับ สำหรับเอกชนจะต้องลงทุนงานระบบรถไฟฟ้า, จัดหาขบวนรถไฟฟ้า รวมถึงบริหารการเดินรถ และซ่อมบำรุงรักษาทั้งเส้นทาง รวม 3.2 หมื่นล้านบาท โดยเอกชนจะเป็นผู้จัดเก็บค่าโดยสาร และรับความเสี่ยงด้านรายได้ค่าโดยสาร, รายได้เชิงพาณิชย์ และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมด

การประมูลรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ภายหลังจากจำหน่ายเอกสารประมูลวันที่ 10-24 ก.ค. 2020 มีผู้ซื้อของทั้งหมด 10 บริษัท อย่าง BEM, BTSC, BTS, STEC, ITD, RATCH, CK, GULF, SINOHYDRO และ WARANITATH ขณะที่ ITD ยื่นเรื่องต่อรฟม. เพื่อพิจารณาปรับปรุงการประเมินข้อเสนอ โดยให้เหตุผลว่าโครงการดังกล่าวมีความเสี่ยงสูงในการก่อสร้างงานโยธา และมีการขุดเจาะอุโมงค์ ซึ่งต้องใช้เทคนิคการก่อสร้างขั้นสูง ส่งผลให้รฟม.ปรับปรุงเงื่อนไขการคัดเลือก โดยปรับให้น้ำหนักคะแนนข้อเสนอเทคนิค 30% มารวมกับข้อเสนอการเงินอีก 70% จากเดิมที่พิจารณาเพียงข้อเสนอการเงิน 100% และขยายวันยื่นซองออกไป 45 วัน จากเดิมวันที่ 23 ก.ย. เป็น 9 พ.ย. 2020 โดยมีผู้ยื่นซอง 2 กลุ่ม (จากผู้ซื้อทั้งหมด 10 ราย) คือ 1) BEM 2) กลุ่ม BSR (BTS-BTSC-STEC)

อย่างไรก็ตาม โครงการเกิดความล่าช้าจากเดิมกำหนดเซ็นสัญญาภายในเดือนธ.ค.2020 หลัง BTS ยื่นคำร้องต่อศาลปกครองเพื่อเพิกถอนมติที่มีการปรับปรุงเกณฑ์การประเมิน และคำสั่งคุ้มครองชั่วคราวเพื่อระงับการประมูล โดยศาลนัดไต่สวนครั้งแรกวันที่ 14 ต.ค. ซึ่งศาลปกครองกลางมีคำสั่งคุ้มครองชั่วคราวให้รฟม.ใช้เกณฑ์เดิม ต่อมารฟม.ยื่นอุทธรณ์ต่อศาลปกครองสูงสุด และมีนัดไต่สวนรอบ 2 วันที่ 18 ธ.ค. 2020 ซึ่งปัจจุบันยังไม่มีความคืบหน้า จึงยังไม่สามารถเปิดซองข้อเสนอการประมูล เนื่องจากต้องรอความชัดเจนจากคำสั่งศาลปกครองสูงสุด

ขณะที่มีความเสี่ยงของการยกเลิกการประมูล ซึ่งจะส่งผลให้โครงการล่าช้าออกไปราว 1 ปี โดยความไม่ชัดเจน และความยืดเยื้อในการประมูลจะเป็นปัจจัย Overhang เรามองว่าภาครัฐต้องเร่งประมูลโครงการดังกล่าวออกมา เนื่องจากสายสีส้มตะวันออก ปัจจุบันมีความคืบหน้าแล้ว 74% กำหนดเปิดให้บริการในปี 2023 และตั้งเป้าเปิดครบทั้งเส้นทาง (รวมส่วนตะวันตก) ในปี 2026 ทั้งนี้ กรณีโครงการสนามบินอู่ตะเภาใช้ระยะเวลาตัดสินของศาลปกครองสูงสุดนับจากยื่นอุทธรณ์ราว 4 เดือน อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าหากการประมูลยังดำเนินต่อไปได้และใช้เกณฑ์การคัดเลือกใหม่ คือข้อเสนอเทคนิค 70% และข้อเสนอการเงิน 30% คาดผู้ที่มีโอกาสชนะสูงคือ BEM ซึ่งคาดว่าจะจับมือกับผู้ที่มีประสบการณ์ก่อสร้างงานอุโมงค์รถไฟฟ้าใต้ดินสายสีน้ำเงินอย่าง CK และ ITD แต่หากใช้เกณฑ์เดิมจะขึ้นกับข้อเสนอการเงิน ซึ่งต้องติดตามราคาเสนอ และอัตรากำไรขั้นต้นของโครงการต่อไป

Figure 1: Orange Line (West Section)



Source: RenderThailand

Figure 2: Orange Line



Details		<u>Orange Line (West)</u> Bang Khun Non – Thailand Cultural Centre	<u>Orange Line (East)</u> Thailand Cultural Centre – Suwinthawong
Distance		13.4 km	22.5 km
Station		11 underground stations	7 elevated and 10 underground stations
Concession		PPP Net Cost	
Project Value	Civil	96,000 MB	Under Construction
	M&E	31,000 MB	
	Total	127,000 MB	

Sources: CK Presentation

สัญญาณบวกจากงานภาครัฐเตรียมประมูลใน 1H21

กรม.จัดทำแผนโครงการลงทุนเร่งด่วนปี 2021 จำนวน 41 โครงการ วงเงินรวม 1.49 ล้านล้านบาท เพื่อเร่งเปิดประมูลและเริ่มงานก่อสร้าง แบ่งเป็น 3 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มรถไฟฟ้า อาทิ สายสีแดง 4 เส้นทาง ซึ่งอยู่ระหว่างศึกษา PPP, สายสีส้ม (บางขุนนนท์-มีนบุรี) อยู่ระหว่างรอคำสั่งศาล, สายสีม่วงใต้ (เตาปูน-ราษฎร์บูรณะ) คาดเปิดประมูลในปีนี้, สายสีชมพูต่อขยายศรีรัช-เมืองทองธานี อยู่ระหว่างรอให้กรม.อนุมัติ และประมูลปลายปีนี้ 2) รถไฟทางคู่เฟส 2 อย่าง สายเด่นชัย-เชียงราย-เชียงของ และบ้านไผ่-มุกดาหาร-นครพนม ประกาศร่าง TOR แล้ว ส่วนรถไฟทางคู่เฟส 2 อีก 7 สายอยู่ระหว่างรอพิจารณาอนุมัติจากสศช. 3) ทางด่วนที่เตรียมเปิดประมูลใหม่ 2 สัญญา คือทางด่วนพระราม 3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอก สัญญา 1 และสัญญาที่ 3

แม้กรอบเวลาของหลายโครงการภาครัฐล่าช้าจากกำหนดเดิม หลังภาครัฐหันมามุ่งให้ความสำคัญต่อการแก้ปัญหา COVID-19 และเยียวยาผู้ที่ได้รับผลกระทบ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าหากสถานการณ์การแพร่ระบาดคลี่คลาย ภาครัฐจะกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจครั้งใหญ่ผ่านลงทุนโครงการภาครัฐเป็นอันดับแรกๆ โดยอ้างอิงจากประมาณการ GDP ของรพท.พบว่าการลงทุนภาครัฐปี 2021 ขยายตัวมากที่สุดที่ 7.9% Y-Y ซึ่งเป็นการเร่งขึ้นต่อเนื่องจากปี 2020 ที่ 10% Y-Y ซึ่งคาดเป็นปัจจัยขับเคลื่อนความเชื่อมั่นการลงทุนของภาคเอกชนให้ฟื้นตัว ขณะที่ปัจจุบันเริ่มมีสัญญาณบวกจาก 2 โครงการใหญ่ที่มีความชัดเจนและคืบหน้าเป็นรูปธรรม คือ

1) รถไฟทางคู่เฟส 2 จำนวน 2 เส้นทาง วงเงิน 1.27 แสนล้านบาท แบ่งเป็น 5 สัญญา มูลค่าเฉลี่ยสัญญาละ 2 หมื่นล้านบาท

แบ่งเป็นสายเด่นชัย-เชียงราย-เชียงของ ระยะทาง 323 กม. วงเงินรวม 7.29 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็น 3 สัญญา ซึ่งมีงานก่อสร้างอุโมงค์รถไฟ และสายบ้านไผ่-นครพนม ระยะทาง 355 กม. วงเงินรวม 5.46 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็น 2 สัญญา โดยรพท.ประกาศร่างประมูล (TOR) ของทั้ง 2 สาย รูปแบบ e-bidding ในปลายเดือนธ.ค. 2020 ล่าสุด กำหนดขาย TOR วันที่ 20-25 ม.ค., เปิดยื่นซองเดือนก.พ. และเซ็นสัญญาพ.ค. 2021

2) รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ (เตาปูน-ราษฎร์บูรณะ) มูลค่ารวม 1 แสนล้านบาท แบ่งเป็นงานโยธา มูลค่า 8 หมื่นล้านบาท และงานระบบรถไฟฟ้า 2.7 หมื่นล้านบาท ระยะทาง 23.6 กิโลเมตร มีสถานีใต้ดิน 10 สถานี และสถานียกระดับ 7 สถานี มีความชัดเจนขึ้น คาดเปิดประมูลใน 2Q21 และรู้ผลใน 4Q21

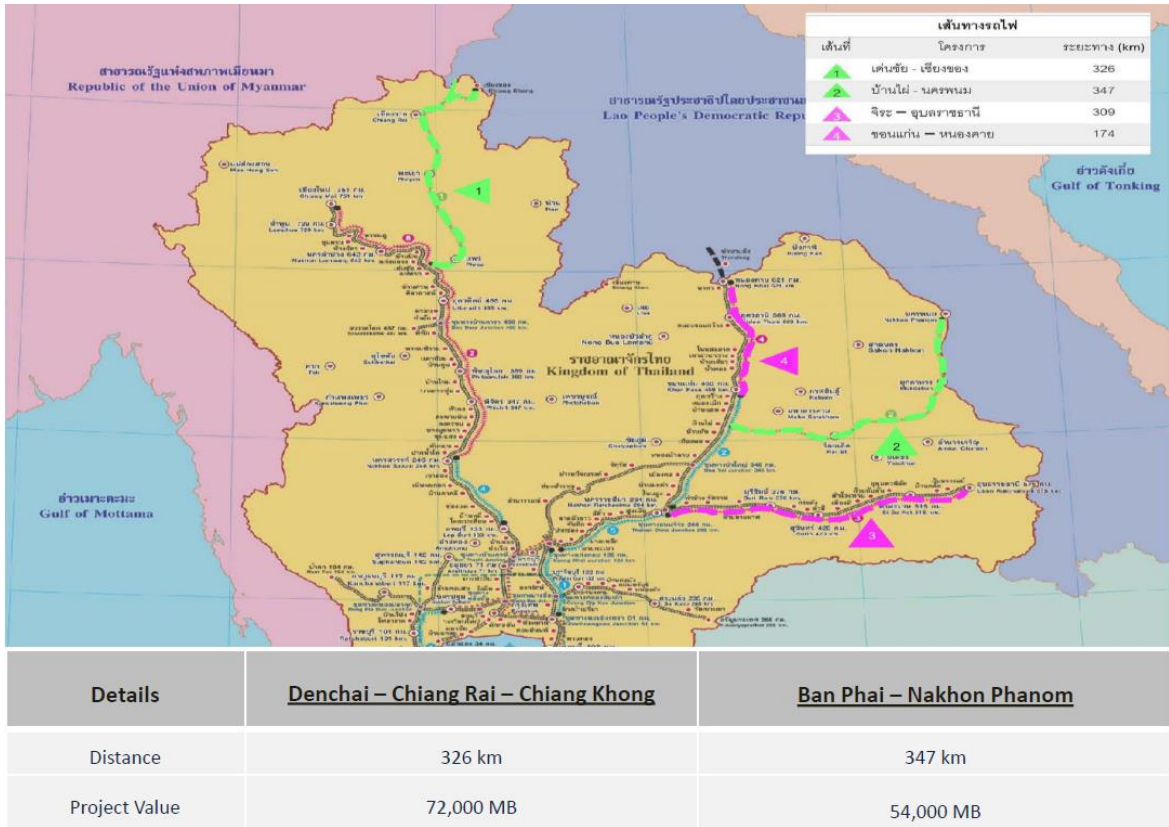
เราประเมินว่าผู้เข้าประมูลหลักของ 2 โครงการดังกล่าวจะเป็น Main Contractor อย่าง CK, STEC, UNIQ, ITD และจะเห็นการจับมือกันเป็นกลุ่ม โดยคาดว่า CK, ITD มีแต้มต่อรายอื่นในโครงการรถไฟทางคู่สายเด่นชัย-เชียงราย-เชียงของ และรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ จากความเชี่ยวชาญในงานอุโมงค์ และมีประสบการณ์ก่อสร้างงานดังกล่าวในรถไฟทางคู่เฟส 1 ช่วงมาบะกะ-ชุมทางถนนจิระ อย่างไรก็ตาม การแข่งขันด้านราคาที่อาจกดดันมาร์จิ้น เนื่องจากงานในตลาดปัจจุบันมีน้อย

Figure 3: Double Track

Project	Value (MB)	Status
Denchai – Chiang Rai – Chiang Khong	72,000	Approved by Cabinet
Ban Phai – Nakhon Panom	54,000	Approved by Cabinet
Chira - Ubon	36,000	Not yet Approved
Khonkean – Nong Khai	25,000	Not yet Approved
Hat Yai – Padang Besa	7,800	Not yet Approved
Chumporn - Surat	23,000	Not yet Approved
Surat – Hat Yai -Songkla	56,000	Not yet Approved
Pak Nam Pho – Denchai	59,000	Not yet Approved
Denchai – Chiang Mai	58,000	Not yet Approved
Total	390,800	

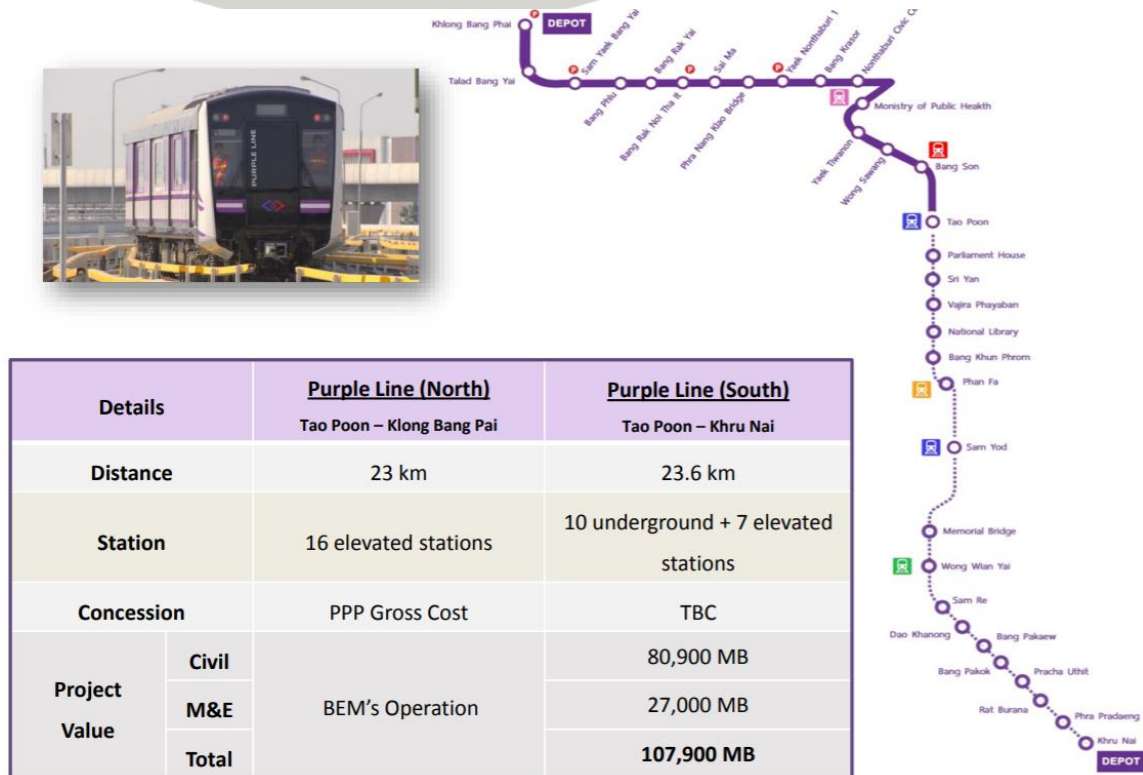
Sources: CK Presentation, SRT

Figure 4: Denchai-Chiang Rai-Chiang Khong & Ban Phai-Nakhon Phanom



Sources: CK Presentation, SRT

Figure 5: Purple Line



Source: CK Presentation

ท่ามกลางหลายปัจจัยเสี่ยงกดดันรอบด้าน

ปี 2021 มีหลายปัจจัยกดดันกลุ่มรับเหมาฯ ทั้งผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 รอบใหม่อย่างปัญหาปริมาณในงานตลาดออกมาน้อย และแรงงานไม่เพียงพอ นอกจากนี้ ราคาเหล็กที่เป็นต้นทุนวัตถุดิบหลักก็มีแนวโน้มสูงขึ้น รายละเอียดดังนี้

1) ปริมาณงานในตลาดหดตัว

งานภาครัฐมีปัญหาล่าช้า หลังรัฐมีงบประมาณที่จำกัด และมุ่งนำไปแก้ปัญหาผลกระทบจากการแพร่ระบาด COVID-19 รวมถึงบางโครงการใช้เวลาและขั้นตอนพิจารณาการประมูลมากขึ้น นอกจากนี้ งานภาคเอกชนที่ชะลอลง ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจ สะท้อนข้อมูลดัชนีความเชื่อมั่นการลงทุนของรพท.ในเดือนธ.ค. 2020 อยู่ที่ระดับ 53.4 ปรับลดจากเดือนพ.ย. 2020 ที่ 54.5 แต่ดีขึ้นจากเดือนธ.ค. 2019 ที่ 52.3 ซึ่งเป็นการแพร่ระบาดรอบแรก ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นการลงทุนใน 3 เดือนข้างหน้าอยู่ที่ 55.9 เทียบกับ 57.2 ในเดือนก่อนหน้า และ 56.7 ในเดือนธ.ค. 2019 นอกจากนี้ สถานการณ์งานในตลาดที่น้อยไม่สอดคล้องกับอุปทาน ส่งผลให้เกิดการแข่งขันรุนแรง กดดันอัตรากำไรของการรับงานใหม่

เราประเมินว่าจะกระทบต่อผู้รับเหมาฐานรากมากที่สุด เนื่องจากมีระยะเวลาก่อสร้างสั้น ระยะเวลาก่อสร้างงานปกติเพียง 2-6 เดือน และงานโครงการใหญ่ 10-15 เดือน ทำให้มีความเสี่ยงด้านรายได้ หากงานใหม่เข้ามาเติมไม่ทัน ขณะที่การรับรู้รายได้ในปัจจุบันส่วนหนึ่งจะมาจากงานใหม่ที่มีการแข่งขันที่รุนแรง อ้างอิงอัตรากำไรขั้นต้น 9M20 ที่เห็นผลของ COVID-19 รอบแรกของ SEAFCO และ PYLON ปรับลด 570 bps และ 650 bps เทียบกับ 9M19 ตามลำดับ

ขณะที่ผู้รับเหมาหลักจะได้รับผลกระทบน้อยกว่า จากงานในมือปัจจุบันที่รองรับรายได้แล้ว 1-3 ปีข้างหน้า และส่วนใหญ่เป็นโครงการขนาดใหญ่ที่ใช้ระยะเวลาก่อสร้างไม่น้อยกว่า 3 ปี รวมถึงหลักๆยังเป็นงานที่ประมูลมาในช่วงก่อนหน้าที่ยังไม่เกิดการแข่งขันรุนแรงเท่ากับช่วงที่เกิด COVID-19 อัตรากำไรขั้นต้นจึงไม่ถูกกดดันมากเท่ากับฐานราก อ้างอิงอัตรากำไรขั้นต้น 9M20 ของ CK ทรงตัว และ STEC ปรับลด 200 bps จาก 9M19

อย่างไรก็ดี เรามองว่างานภาครัฐจะถูกผลักดันออกมาก่อนงานภาคเอกชน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ และความเชื่อมั่น โดยการประมูลงานใหม่จะช่วยบรรเทาสถานการณ์การแข่งขันที่สูง หากปริมาณงานที่ทยอยเปิดประมูลมีมากพอ รวมถึงคาดหลายโครงการจะแบ่งออกเป็นสัญญาย่อยๆ ทำให้สามารถกระจายงานกับผู้รับเหมาได้อย่างทั่วถึง เรามองว่ายังเป็นตลาดของผู้รับเหมารายใหญ่ จากลักษณะงานที่ต้องมีความเชี่ยวชาญเฉพาะ

Figure 6: Public and Private Investment Growth (%)

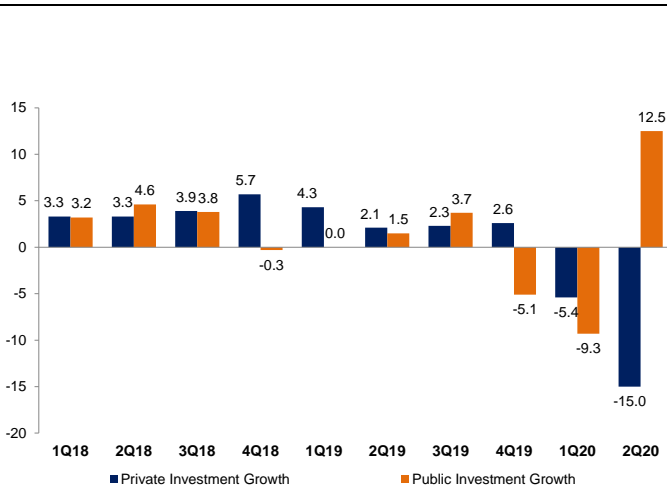
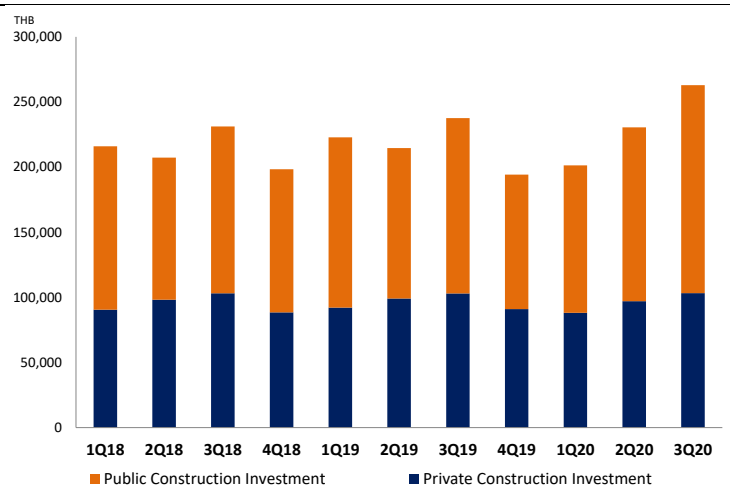
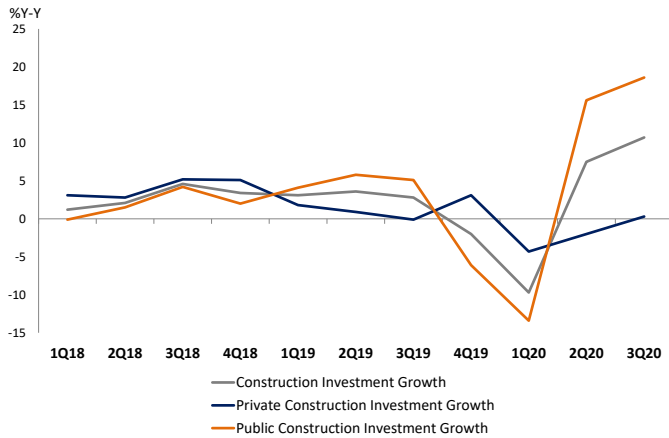


Figure 7: Public and Private Construction Investment (MB)



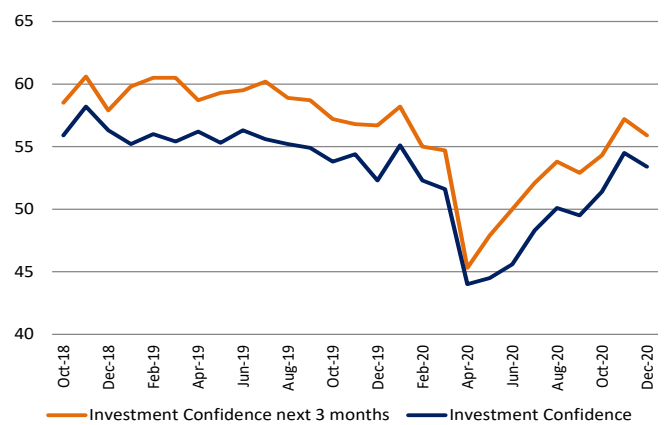
Source: NESDB, Finansia Research

Figure 8: Construction Investment Growth (%)



Source: MOC, FSS Research

Figure 9: Investment Confidence Index



Source: BOT, FSS Research

2) สถานการณ์ขาดแคลนแรงงาน

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ตั้งแต่ต้นเดือนมี.ค. 2020 ส่งผลให้มีแรงงานต่างด้าวที่กลับไปประเทศตนเอง แม้ช่วงกลางปีจะมีการผ่อนคลายมาตรการควบคุม แต่ปัจจุบันการแพร่ระบาดมีความรุนแรงมากขึ้น และยังไม่สามารถนำกลับเข้าประเทศได้ พิจารณาข้อมูลจากสำนักบริหารแรงงานต่างด้าว กรมการจัดหางาน พบว่าแรงงานต่างด้าว 4 สัญชาติ (เมียนมา, ลาว, กัมพูชา, เวียดนาม) ที่ได้รับอนุญาตทำงานในประเทศไทยอยู่ในกิจการก่อสร้างมากที่สุดราว 20% ของแรงงานต่างด้าวที่ทำงานทั้งหมด และตัวเลขจำนวนแรงงานต่างด้าวทำงานก่อสร้างในเดือนพ.ย. 2020 ลดลงเหลือ 4.1 แสนคน เทียบกับเดือนธ.ค. 2019 ที่ 5.5 แสนคน ปรับลด 26% หรือหายไปราว 1.4 แสนคน

ผลกระทบต่ออุตสาหกรรมรับเหมาฯ ประสบปัญหาขาดแคลนแรงงานตั้งแต่การแพร่ระบาดรอบแรกถึงปัจจุบัน แม้อุตสาหกรรมก่อสร้างเริ่มมีการนำเครื่องจักรมาใช้มากขึ้น แต่งานก่อสร้างส่วนใหญ่ยังต้องพึ่งพาแรงงาน แม้จะเร่งหาแรงงานชาวไทยมาทดแทน แต่ยังไม่เพียงพอต่อความต้องการ และไม่สามารถชดเชยส่วนที่หายไปได้ ทำให้ความคืบหน้าของการก่อสร้างช้าลง และอัตราการผลิตลดลง กัดดันผลการดำเนินงาน โดยเฉพาะบริษัทที่พึ่งพาแรงงานต่างด้าวมากอย่าง SEAFCO ได้ผลกระทบตั้งแต่ 2Q20

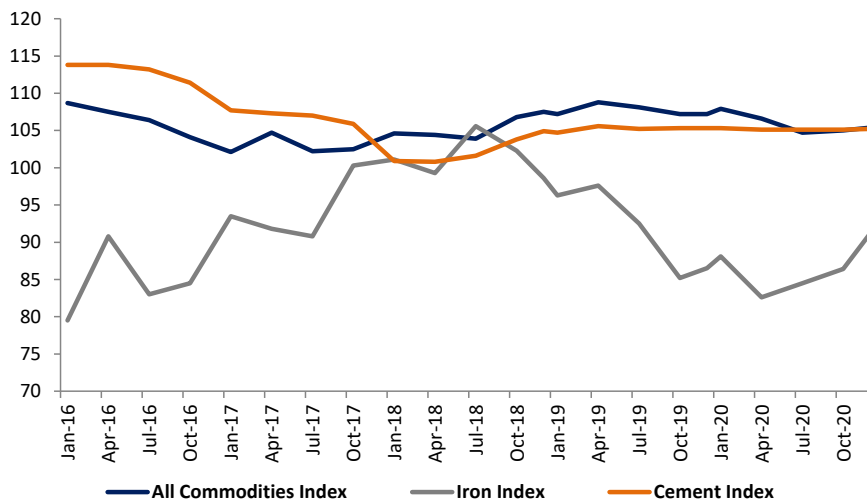
เราประเมินว่า SEAFCO จะได้รับผลกระทบจากประเด็นขาดแคลนแรงงานมากที่สุด เนื่องจากมีสัดส่วนแรงงานต่างด้าวมากที่สุดราว 80% ของแรงงานทั้งหมด และจำนวนแรงงานยังไม่เพียงพอต่อการรับฐานในมือ รองลงมาเป็น PYLON แม้มีจำนวนต่างด้าว 80% เช่นกัน แต่สามารถควบคุมแรงงานดังกล่าวได้ดี และยังไม่เพียงพอต่องานในมือที่ลดลง ทำให้ไม่ประสบปัญหาขาดแคลนมากนัก แต่อาจเผชิญปัญหาดังกล่าวในระยะถัดไป หากมีการรับงานเพิ่ม ขณะที่รับเหมารายใหญ่ได้รับผลกระทบไม่มาก เนื่องจาก STEC มีแรงงานต่างด้าวอยู่ราว 20% และ CK เป็นแรงงานไทยทั้งหมด อย่างไรก็ตาม หักหวังเกี่ยวกับสถานการณ์มีทิศทางที่ดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 2H21 หลังการแพร่ระบาดคลี่คลาย และมีความคืบหน้าของวัคซีนต้าน COVID ทำให้สามารถเคลื่อนย้ายแรงงานกลับเข้าประเทศได้

3) ราคาวัสดุก่อสร้าง

ดัชนีราคาต้นทุนวัสดุก่อสร้างรวม และราคาปูนซีเมนต์ในเดือนธ.ค. 2020 ทรงตัว Y-Y อย่างไรก็ดี ดัชนีราคาเหล็กเพิ่มขึ้น 5% Y-Y อยู่ระดับใกล้เคียงกับปี 2018 แม้เป็นการปรับขึ้นไม่มาก แต่ในระยะถัดไปมีแนวโน้มเป็นขาขึ้น อ้างอิงจากราคาเหล็กโลกเฉลี่ยใน 4Q20 ที่ +6.5% Q-Q, +35.7% Y-Y โดยเฉพาะเดือน ธ.ค. +15% M-M ขณะที่ราคาสินแร่เหล็ก (Iron Ore) ในตลาดสินค้าล่วงหน้า Dalian Commodities Exchange ในประเทศจีนในปี 2020 ปรับสูงขึ้นถึง 55.3% จาก 695 หยวนต่อตัน (US\$107 ต่อตัน) เป็น 1,079 หยวนต่อตัน (US\$167 ต่อตัน) และยังปรับขึ้นต่อเนื่องอีก 10.4% ในปี 2021 YTD มาอยู่ที่ 1,191 หยวนต่อตัน (US\$184 ต่อตัน) (14 ม.ค. 2021) สูงสุดในรอบหลายปีจากปัญหาด้าน Supply ที่ตึงตัวมาตั้งแต่กลางปี 2020 ทำให้สต็อกสินแร่เหล็กทั้งของจีนและญี่ปุ่นที่อยู่ในระดับต่ำแต่ความต้องการบริโภคสูงขึ้น นอกจากนี้ ราคาถ่านโค้กและถ่านวุ้นซึ่งเป็นต้นทุนสำคัญในการถลุงและขนส่งสินแร่เหล็กยังปรับขึ้นอย่างรุนแรง

ขณะที่ OCE คาดการณ์ว่าราคาสินแร่เหล็กจะยังคงยืนเหนือระดับ US\$100 ต่อตันจนถึงกลางปี 2021 ก่อนที่ Supply จะบรรเทาความตึงตัวและทำให้ราคาสินแร่เหล็กขยับลงเป็น US\$75 ต่อตันสิ้นปี 2022 ซึ่งก็ยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในช่วงปี 2015-2017 ขณะที่ธุรกิจรับเหมามีสต็อกวัสดุก่อสร้างคิดเป็นราว 50% ของต้นทุนทั้งหมด ซึ่งหลักๆประกอบด้วยเป็นปูน และเหล็ก แม้งานภาครัฐยังมีค่า K ช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าก่อสร้าง แต่หากปรับขึ้นมาก และเป็นโครงการเอกชนอาจส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของงานใหม่ ซึ่งเป็นปัจจัยเสี่ยงที่ต้องติดตาม

Figure 10: Construction Materials Price Index

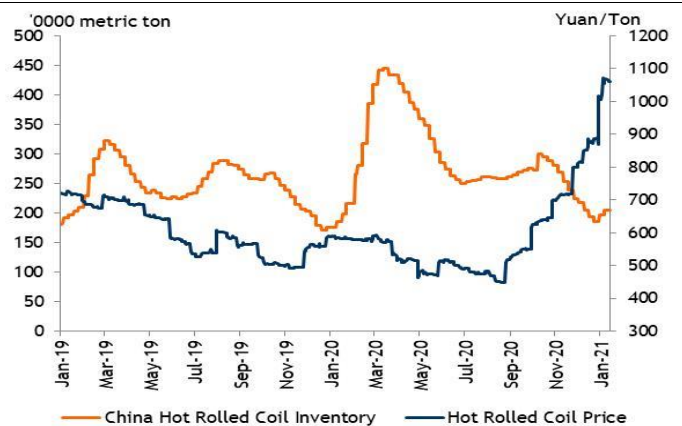


Source: MOC, FSS Research

Figure 11: ราคาสินแร่เหล็กและสินค้าคงคลังของจีน



Figure 12: ราคาแผ่นเหล็กรีดร้อนและสินค้าคงคลังในจีน



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 13: ดัชนีค่าระวางเรือ Dry Bulk

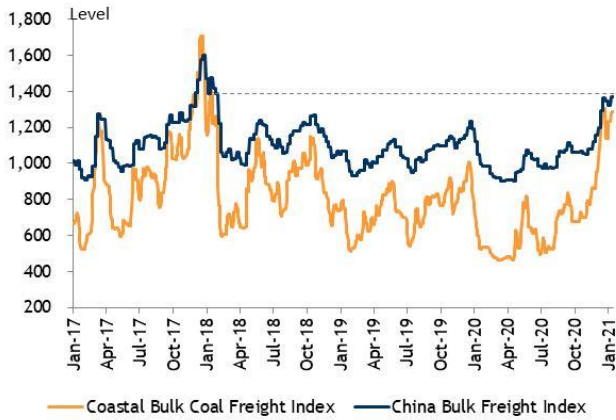
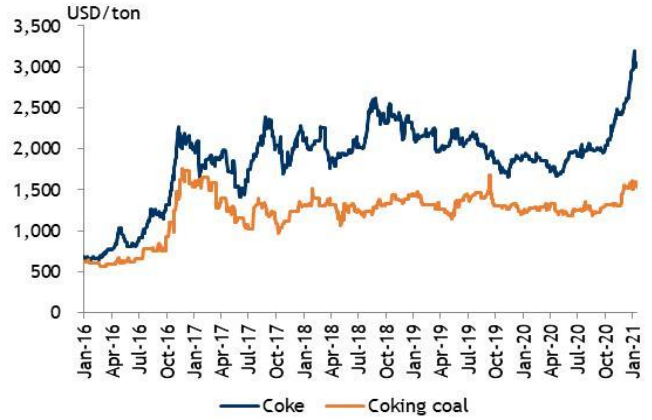


Figure 14: ราคา Coke และ Coking coal



Source: Metal bulletin, Bloomberg

Figure 15: ราคาสินแร่เหล็กและสินค้าคงคลังของจีน

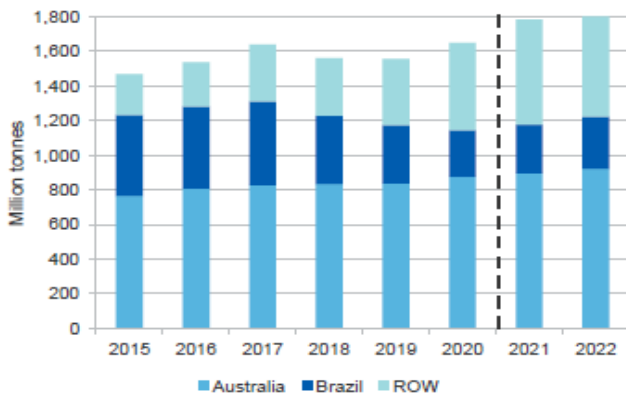
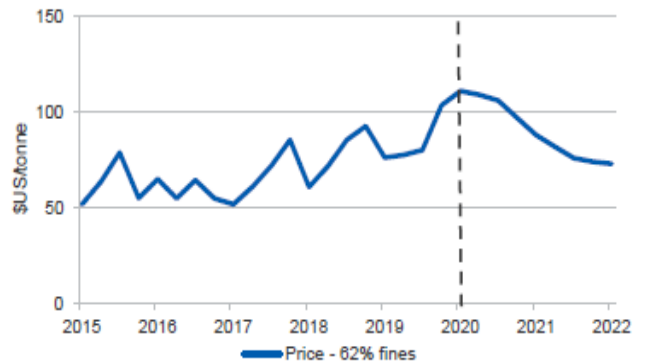


Figure 16: คาดการณ์ราคาสินแร่เหล็กรายไตรมาส



Source: World Steel Association (2020), Department of Industry, Science, Energy and Resources (2020), Bloomberg

4Q20 ผลประกอบการไม่เด่น จากผลกระทบ COVID-19

ภาพรวมกำไรปกติ 4Q20 ของ 4 บริษัทรับเหมาก่อสร้างลดลง ชะลอตัว Q-Q และ Y-Y โดยทุกบริษัทหดตัว Y-Y หลักๆมาจากผลกระทบ COVID ส่งผลให้ความคืบหน้าช้าลง และการแข่งขันสูง คาดงบ CK และ SEAFCO อ่อนลงทั้ง Q-Q และ Y-Y ส่วน PYLON, STEC หดตัวแรง Y-Y แต่ฟื้นดีขึ้น Q-Q จากฐานต่ำ ทั้งนี้ ประเมินการกำไรปกติของกลุ่มอยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท (-39.5% Y-Y) ถือว่าลดลงติดต่อกันเป็นปีที่ 2 โดยกำไรหดตัว Y-Y ในทุกบริษัท

สรุปคาดการณ์ผลประกอบการรายบริษัทใน 4Q20 ดังนี้

CK – แนวโน้มกำไรปกติ 4Q20 ชะลอ Q-Q, Y-Y ตามผลประกอบการบริษัทรวม

เราประเมินกำไรสุทธิ 4Q20 คาดอ่อนลง Q-Q และ Y-Y หากไม่รวมรายการพิเศษจาก 3Q20 ที่มีบันทึกกำไรพิเศษจากการขาย CKP แนวโน้มกำไรปกติ 4Q20 คาดอ่อนลง Q-Q จากผลประกอบการบริษัทรวมชะลอทั้ง BEM ที่ได้รับผลกระทบ COVID-19 รอบใหม่ในเดือนหลังของธ.ค. 2020 บวกกับไม่มีเงินปันผลรับจาก TTW รวมถึง CKP มีปริมาณน้ำน้อยลง ขณะที่การลดลง Y-Y มาจากรัฐกิจรับหมายที่รับรู้งานในมือที่อยู่ระดับต่ำ และโครงการใหญ่อย่างไฮเวย์บุรีรัมย์มอบไปแล้ว รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะลดลงจากการแข่งขันที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ปี 2020 เราคาดการณ์กำไรปกติทั้งปีอยู่ที่ 599 ล้านบาท (-38% Y-Y)

PYLON – แนวโน้มกำไรปกติ 4Q20 ฟื้นตัว Q-Q จากฐานต่ำ แต่หดตัว Y-Y

แนวโน้มกำไรสุทธิคาดหดตัว Y-Y จากผลกระทบจาก COVID-19 ด้านงานในตลลดน้อย และการแข่งขันสูง แต่เทียบกับ 3Q19 คาดฟื้นตัว Q-Q จากฐานต่ำที่งานใหญ่ถูกเลื่อน แต่บริษัทเร่งหางานใหม่เข้ามาชดเชยทำให้อัตรากำไรการผลิตกลับมาใกล้เคียง 2Q20 โดยเครื่องจักรเพิ่มขึ้นเป็น 13-15 ชุด (เทียบกับ 3Q20 ที่หายไป 5 ชุด) แต่คาดอัตรากำไรขั้นต้นยังไม่กลับไประดับปกติ คาด 15-20% เทียบกับปี 2019 ที่ 26% อย่างไรก็ดี งบ 1H21 อาจถูกกดดันจากการชะลอการก่อสร้างของบางโครงการที่อยู่ใน Backlog หลังเจ้าของโครงการมีความไม่มั่นใจต่อสถานการณ์การแพร่ระบาด

SEAFCO – แนวโน้มกำไรปกติ 4Q20 อ่อนแอต่อ จากผลกระทบ COVID-19

เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q20 อ่อนลงต่อ Q-Q และ Y-Y จากผลกระทบ COVID-19 ทำให้ขาดแคลนแรงงาน, อัตราการผลิตลดลง และการแข่งขันสูง กดดันทั้งรายได้ เมื่อต้นคาด 450-500 ล้านบาท หรือ -14% Q-Q, -30% Y-Y รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นคาดทรงตัวในระดับต่ำ 11-11.5% เทียบกับ 4Q19 ที่ 21% ทำให้ประมาณการกำไรปกติปี 2020 ของเราที่ 216 ล้านบาท (-49% Y-Y) มี Downside ราว 5%

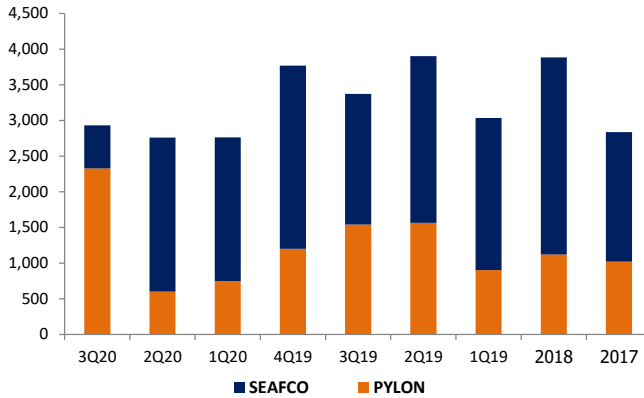
STEC – แนวโน้มกำไรปกติ 4Q20 ลดลง Y-Y แต่ขยายตัวเล็กน้อย Q-Q

แนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q20 คาดลดลง Y-Y แต่ขยายตัว Q-Q หนุนจากการบันทึกกำไรพิเศษการขายหุ้นหมอคิตแลนด์ หากไม่รวมกำไรพิเศษ เราคาดการณ์กำไรปกติจะหดตัว Y-Y สาเหตุหลักมาจากส่วนแบ่งกำไรจากโครงการรถไฟฟ้าสีเหลืองและชมพูใน 4Q19 ที่เป็น One-time จากการเปลี่ยนประเภทเงินทุน ขณะที่เทียบกับ Q-Q คาดฟื้นตัวเล็กน้อย จากรายได้ที่รับรู้งานหลักต่อเนื่อง อาทิ รถไฟฟ้าสีชมพู-เหลือง และสายสีส้มตะวันออก ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นคาดทรงตัวต่ำระดับ 4-5% เนื่องจากยังมีงานรัฐสภาใหม่และงานอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอนที่ไม่มีมาร์จิ้นกดดันอยู่ โดยทั้ง 2 โครงการมีความคืบหน้า 90% และ 70% ตามลำดับ ทั้งนี้ ปี 2020 เราคาดการณ์กำไรปกติทั้งปีอยู่ที่ 915 ล้านบาท (-39% Y-Y)

โมเมนต์กำไรปี 2021 คาดฟื้นตัว แต่ยังคงกดดันจากผลกระทบ COVID-19

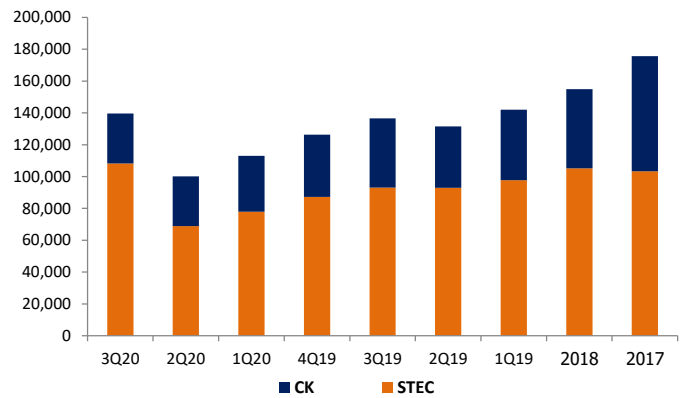
เราประเมินว่ากำไรปกติปี 2021 ของ 4 บริษัทรับเหมาที่เราดูและฟื้นตัว +53% Y-Y อยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท หลักๆมาจากผลประกอบการของ CK จากส่วนแบ่งกำไรบริษัทรวม อย่างไรก็ตาม คาดการณ์กำไรกลุ่มปีนี้ยังไม่กลับไปอยู่ระดับเดียวกับปี 2019 เนื่องจากยังถูกกดดันจากผลกระทบจาก COVID-19 ทั้งในด้านรายได้ และอัตรากำไรขั้นต้นไปถึง 2Q21 เป็นอย่างน้อย โดยประมาณการของเราอยู่บนสมมติฐานสถานการณ์ COVID-19 รอบใหม่ดีขึ้นใน 2H21 หากพิจารณาเป็นรายกลุ่มพบว่า กลุ่มรับเหมารายหลักจะมีความแข็งแกร่ง และปลอดภัยกว่ากลุ่มฐานราก เนื่องจากปริมาณมากกว่า และระยะเวลารับรู้ Backlog ยาวกว่า ช่วยจำกัด Downside หากหางานเข้ามาเติมไม่ทัน

Figure 17: Pile Foundation's Backlog (MB)



Source: Finansia Research

Figure 18: Main Contractor's Backlog (MB)

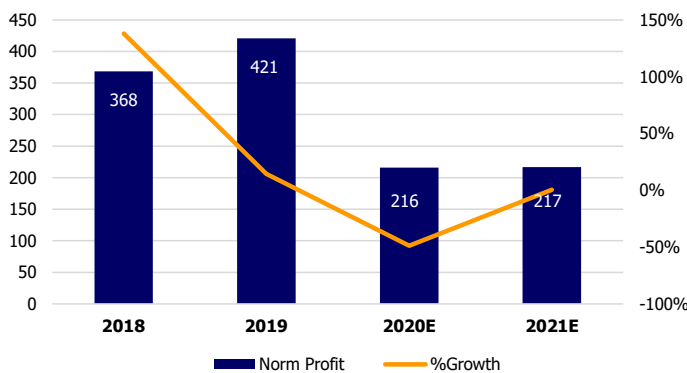


Source: Finansia Research

1) กลุ่มรับเหมาฐานราก

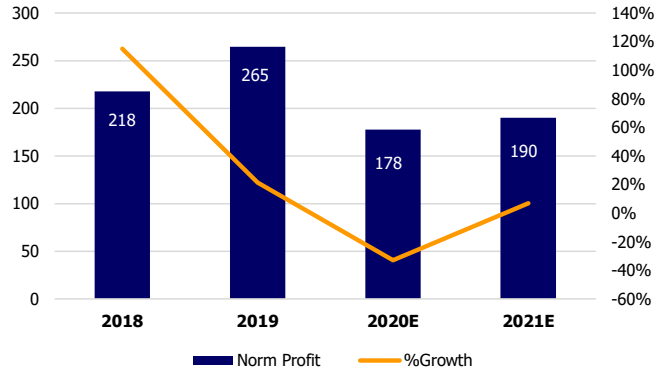
คาดการณ์กำไรปกติของทั้ง SEAFCO และ PYLON ทรงตัว Y-Y บนสมมติฐานปัญหาขาดแคลนแรงงาน และการแข่งขันรุนแรงจะส่งผลต่อเนื่องในปีนี้ กดดันให้อัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวในระดับต่ำ ส่วนรายได้คาดดีขึ้นเล็กน้อย จากความเชื่อมั่นในการลงทุนที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดย Key Risk คือ สถานการณ์ COVID-19 ยืดเยื้อ ทำให้การแข่งขันรุนแรงขึ้น รวมถึงสัญญาว่าเจ้าของหลายโครงการมีแนวโน้มชะลอการก่อสร้างออกไปใน 1H21 เพื่อรอดูสถานการณ์ ซึ่งเป็น Downside Risk ต่อประมาณการ อย่างไรก็ตาม Key Catalyst คือ กรอบเวลาการเริ่มก่อสร้างของโครงการที่ประมูลเสร็จสิ้นแล้วอย่าง รถไฟความเร็วสูงกรุงเทพฯ-โคราช และรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ซึ่งคาดมีมูลค่างานฐานรากสูงกว่า 1 หมื่นล้านบาท

Figure 19: SEAFCO Norm Profit (MB)



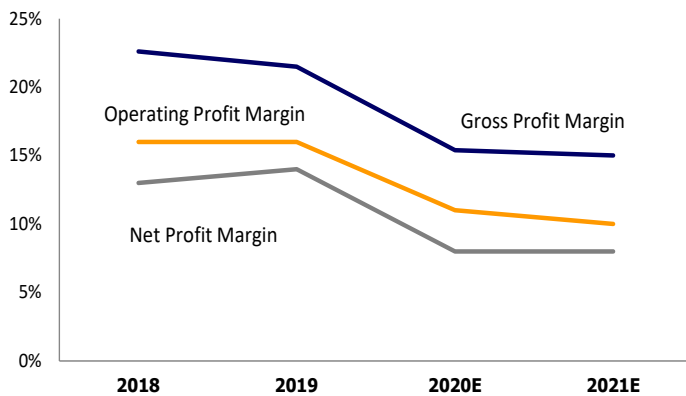
Source: Finansia Research

Figure 20: PYLON Norm Profit (MB)



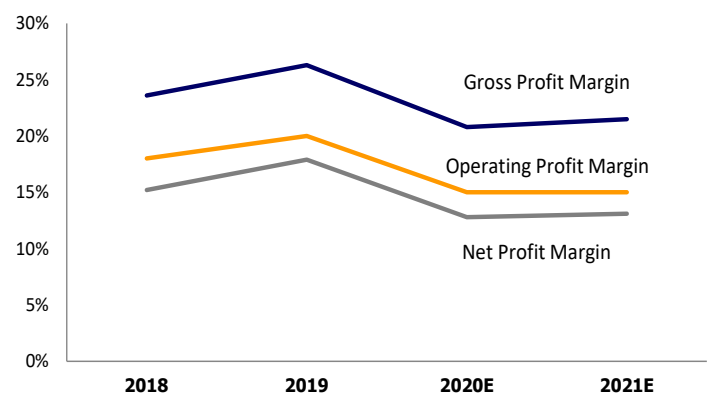
Source: Finansia Research

Figure 21: SEAFCO Profitability (%)



Source: Finansia Research

Figure 22: PYLON Profitability (%)



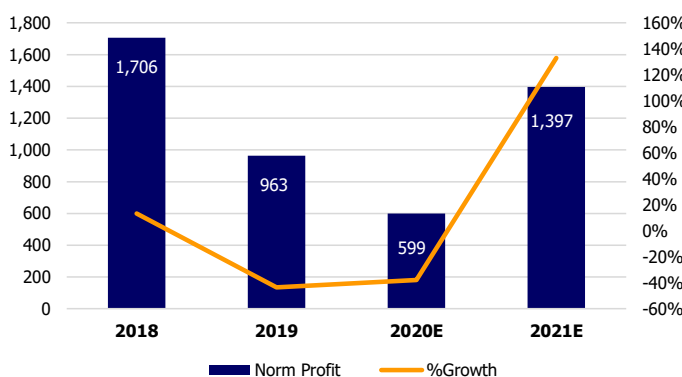
Source: Finansia Research

2) กลุ่มรับเหมารายใหญ่

กำไรปกติของ CK คาดกลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง หลังหดตัว 2 ปีติดต่อกัน จากผลประกอบการของ BEM ที่ดีขึ้น แม้คาดได้รับผลจาก COVID-19 รอบ 2 และ น้อยกว่ารอบแรก บวกกับ CKP รับรู้โรงไฟฟ้าไชยะบุรีเต็มปี อย่างไรก็ตาม การรับงานใหม่ โดยเฉพาะสายส่งและโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ที่คาดหนุนธุรกิจรับเหมาตั้งแต่ปลายปีนี้ ส่วน Key Risk คือ การประมูลล่าช้า จะส่งผลต่อ CK มากกว่า STEC เนื่องจากมี Backlog ระดับต่ำ 3.1 หมื่นล้านบาท เทียบเท่ารายได้เพียง 1-1.5 ปี รวมถึงผลกระทบของ COVID-19 รอบใหม่ส่งผลกระทบต่อบริษัทร่วมอย่าง BEM ที่ทำให้จำนวนผู้โดยสารรถไฟ และปริมาณรถทางด่วนต่ำกว่าคาด ล่าสุด FSSIA ปรับลดประมาณการกำไรปีนี้ของ BEM ลง 27% เบื้องต้น หากอิงสมมติฐานใหม่ของ BEM จะทำให้ประมาณการกำไรปกติของ CK ปีนี้ของเรามี Downside ราว 25% แต่ยังคงถือว่าคงมีโมเมนตัมฟื้นตัวเด่นเป็น +74% Y-Y (จากคาดการณ์ปัจจุบัน +133% Y-Y)

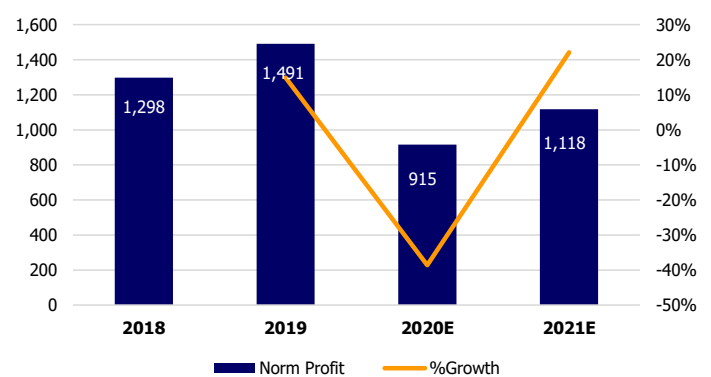
สำหรับ STEC คาดกำไรปกติปีนี้ +22% Y-Y แม้คาดรายได้จะเติบโตได้เพียง +1% Y-Y แต่คาดอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น เนื่องจากโครงการรัฐสภาใหม่ที่ไม่มาร์จินคาดส่งมอบใน 1H21 และงานโรงไฟฟ้าที่มาร์จินดีมีความคืบหน้าขึ้น โดยจุดแข็งคือมี Backlog แข็งแกร่ง 1.1 แสนล้านบาท เทียบเท่ารายได้ 3 ปี และเป็น Net Cash อย่างไรก็ตาม มีปัจจัยเสี่ยงที่ต้องติดตามคือ ประเด็นคณะกรรมการตรวจโครงการรัฐสภาใหม่มีมติไม่อนุมัติกรณี STEC ขอย้ายสัญญาก่อสร้างครั้งที่ 5 จากเดิมกำหนดแล้วเสร็จ 31 ธ.ค. 2020 ซึ่งปัจจุบัน STEC ได้ยื่นหนังสือและอยู่ระหว่างการพิจารณาของสำนักงานเลขาธิการสภาผู้แทนราษฎร หากผลออกเป็นมติไม่อนุมัติขยายเวลา และอิงค่าปรับตามสัญญาวันละ 12 ล้านบาทตามข่าว หากล่าช้าไป 30 / 60 / 90 วัน จะกระทบกับประมาณการปีนี้ของเรา -32% / -64% / -97% ตามลำดับ และทุกๆ การล่าช้าไป 30 วันจะกระทบกับราคาเป้าหมาย 5.50 บาท/หุ้น ซึ่งประเด็นดังกล่าวจะ Overhang ราคาหุ้นจนกว่าจะมีความชัดเจน

Figure 23: CK Norm Profit (MB)



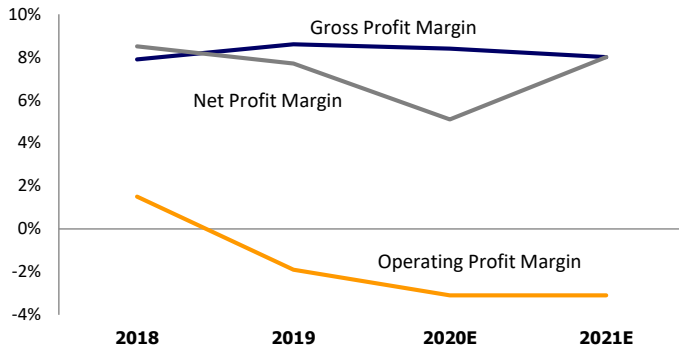
Source: Finansia Research

Figure 24: STEC Norm Profit (MB)



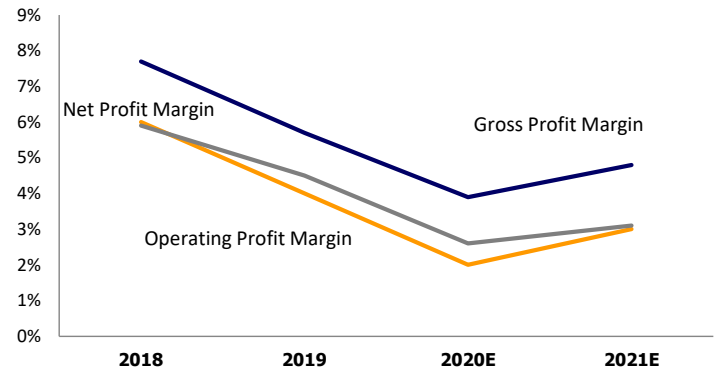
Source: Finansia Research

Figure 25: CK Profitability (%)



Source: Finansia Research

Figure 26: STEC Profitability (%)



Source: Finansia Research

ปรับลดน้ำหนักการลงทุนเป็น “เท่ากับตลาด”

เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนกลุ่มรับเหมาก่อสร้างเป็น “เท่ากับตลาด” แม้บางโครงการภาครัฐจะเริ่มมีกรอบเวลาอย่างรูปธรรม และมีแนวโน้มงานประมูลออกมากขึ้น แต่ถือว่าหลายโครงการยังล่าช้ากว่าแผน โดยเฉพาะสายสีส้มที่ยังไม่ได้ข้อสรุปและเสี่ยงต่อการถูกยกเลิกประมูล โดยใน 1H21 งานประมูลที่มีความชัดเจนมีเพียง 1 โครงการอย่างรถไฟฟ้าทางคู่ 2 เส้นทาง ขณะที่โครงการใหญ่อื่นคาดเห็นความคืบหน้าตั้งแต่ 2H21 ซึ่งคาดว่าจะรู้เป็นรายได้ชัดเจนในปี 2022 มากกว่า นอกจากนี้ ยังถูกกดดันจากผลกระทบของการแพร่ระบาดโควิด-19 ทั้งสถานการณ์การแข่งขันที่รุนแรง และภาวะแรงงานตึงตัว ซึ่งคาดยังไม่กลับเป็นปกติภายในปีนี้ อย่างไรก็ตาม ความคืบหน้าของการประมูลงานและเป็น Catalyst บวกหนุนราคาหุ้น ซึ่งเปิดโอกาสเก็งกำไรตามข่าว โดยระยะสั้น ติดตามการขายของ TOR ของรถไฟฟ้าทางคู่เฟส 2 จำนวน 2 เส้นทางในวันที่ 20-25 ม.ค. 2021

งานในมือของกลุ่มรับเหมาฯ ณ สิ้น 3Q20 ทรงตัวที่ 1.4 แสนล้านบาท ขณะที่ราคาหุ้นกลุ่มฯปรับลงเฉลี่ย 8% ภายใน 1 เดือน ยัง Laggard กลุ่มอื่น และสวนทาง SET ที่ +4% ทำให้ Valuation ของกลุ่มถือว่าไม่แพง ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายบน PE2021 เฉลี่ย 18.4x ใกล้เคียงกับปี 2016 ที่มี Backlog เพียง 1 แสนล้านบาท รวมถึง Implied PBV2021 เฉลี่ย 1.5x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี -3.75SD เราขอขายใหญ่ (CK, STEC) มากกว่าฐานราก (SEAFCO, PYLON) ในแง่โอกาสรับงาน และ Backlog ที่ระยะเวลารับรู้มากกว่า ถือว่าปลอดภัยท่ามกลางสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน

เลือก Top Pick เป็น CK ราคาเหมาะสม 24 บาท

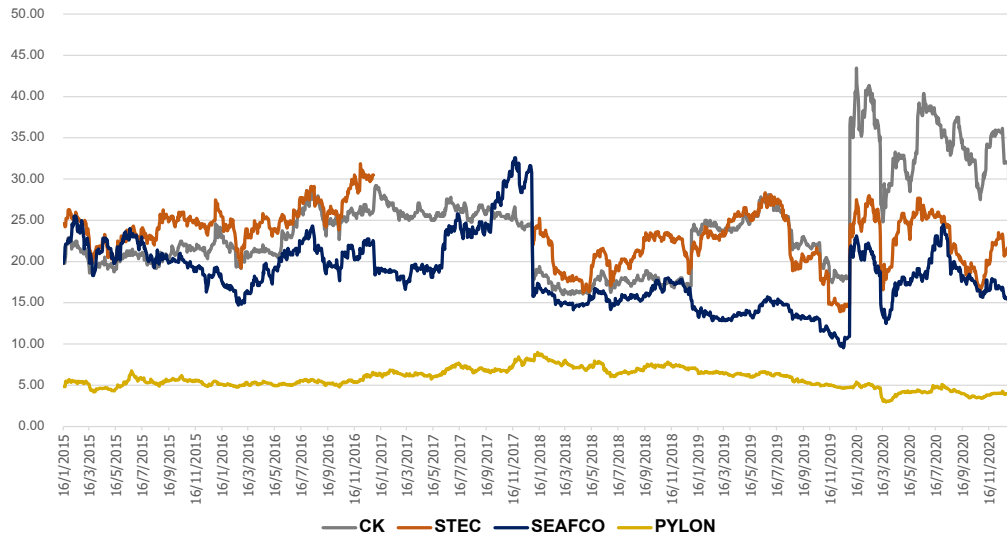
เราเลือกหุ้นเด่นเป็น CK โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก 1) จุดเด่นเหนือคู่แข่งคือ ผลลัพธ์ของการลงทุนในบริษัทลูก ทั้งเงินปันผลรับ (TTW) และส่วนแบ่งกำไร (BEM, CKP) สม่าเสมอ แม้ระยะสั้น BEM ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 แต่ในระยะยาว เรายังมองว่าการลงทุนในประกอบธุรกิจสาธารณูปโภคที่มีความมั่นคงจะช่วย CK ลดความเสี่ยงจากธุรกิจรับเหมาที่มีความไม่แน่นอน รวมถึงยังเป็นแหล่งรับงานชั้นดี 2) Key Catalyst คือโอกาสการรับงานใหม่ โดยเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำเขื่อนหลวงพระบาง มูลค่าราว 1 แสนล้านบาท คาดได้ข้อสรุปกลางปีหน้า นอกจากนี้ ยังเป็นตัวตั้งในงนรถไฟฟ้ายานสีส้ม, สีม่วงใต้, รถไฟฟ้าทางคู่เฟส 2 ซึ่งหากได้รับอย่างน้อย 1 โครงการเข้ามาเติม จะปลดล็อกงานในมือที่อยู่ในระดับต่ำทันที เป็นประเด็นหนุนราคาหุ้นให้ปรับขึ้นดีกว่าคู่แข่ง 3) แนวโน้มกำไรปกติ 2021 คาด Turnaround หลังหดตัว 2 ปีติดต่อกัน

Figure 27: Sector comparisons

	Type of work	Backlog as 3Q20 (mn)	Secured	Portion of Backlog		Strength	Weakness
				Government	Private		
CK	Main Contractor	31,490	1-1.5 Years	68%	32%	มีเงินลงทุนใน BEM, CKP, TTW รับเป็นส่วนแบ่งกำไร และเงินปันผลสม่ำเสมอ	Backlog อยู่ในระดับต่ำ
STEC	Main Contractor	108,187	3 Years	23%	77%	มี Backlog โตเด่น, Net Cash Company	มาร์จิ้นถูกกดดันจากงานที่ไม่มีมาร์จิ้น และมีความเสี่ยงต่อชำระค่าปรับกรณีงานรัฐสภาพใหม่ล่าช้ากว่ากำหนด หากกรรมการไม่อนุมัติขยายเวลา
SEAFCO	Pile Foundation	2,329	Until 3Q21	20%	80%	มีเครื่องจักรราว 50 ชุด รองรับงานในอนาคต บวกกับมีพันธมิตรที่ดีในการรับงาน Sub-contract โครงการภาครัฐ อาทิ CK	ขาดแคลนแรงงาน
PYLON	Pile Foundation	604	Until 1Q21	30%	70%	Net Cash Company	ส่วนใหญ่ได้รับงานภาคเอกชน ซึ่งอาจชะลอตามเศรษฐกิจ และภาคอสังหาฯ

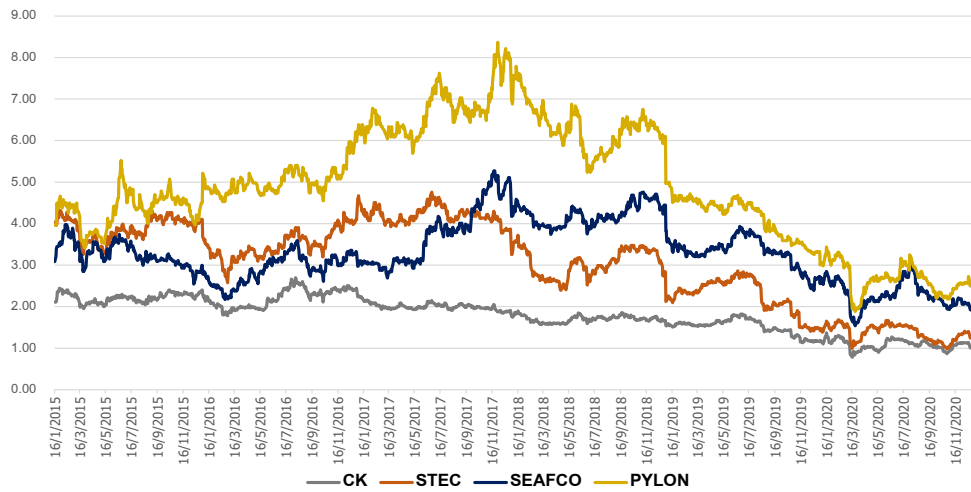
Source: Finasia Research

Figure 28: Sector 5 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finasia Research

Figure 29: Sector 5 Years P/BV Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 30: CK 5 Years P/E Band (x)



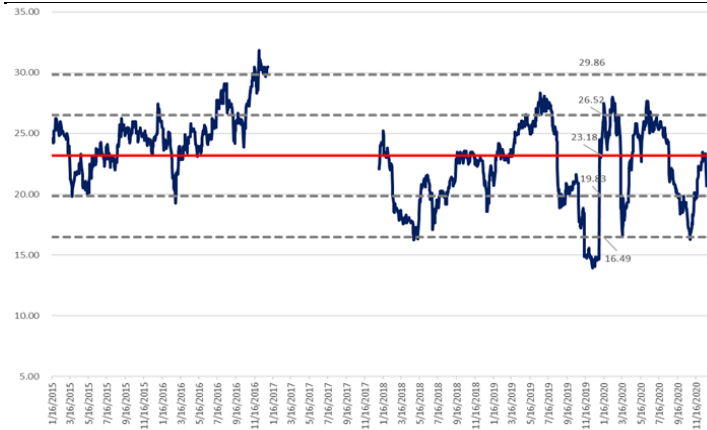
Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 31: CK 5 Years P/BV Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 32: STEC 5 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 33: STEC 5 Years P/BV Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 34: SEAFCO 5 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 35: SEAFCO 5 Years P/BV Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 36: PYLON 5 Years P/E Band (x)



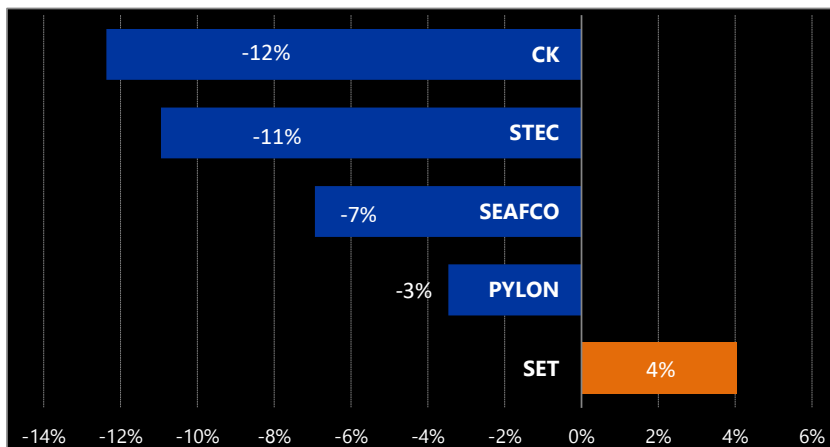
Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 37: PYLON 5 Years P/BV Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 38: Month-to-Date Return (%)



Source: Setsmart, Finansia Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18, 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานอโศกมาลิค

25 อาคารอโศกมาลิค ชั้น 9,14,15
ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์

496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-660-5000, 02-264-6000

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

สาขา บางกระบือ

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

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

สาขา มินท์ ทาวเวอร์

ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9
อาคาร มินท์ ทาวเวอร์
เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง
แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน
จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700

สาขา สินธร 1

130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคียนหงวน (สินธร 2)

140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา สาทร

เลขที่ 48/32 ชั้น 16
อาคารทีเอสทีทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก
จ.กรุงเทพมหานคร
02-036-4859

สาขา รังสิต

1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนาธิเบศร์

576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา แจ้งวัฒนะ

99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์
ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา สมุทรสาคร

เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย
อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร
034-428-045

สาขา ขอนแก่น

311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)
ต.ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี

197/29, 213/3
ถ.อุดรศรี ตรี ต.หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขา เชียงใหม่

310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-711

สาขา เชียงราย

353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา แม่สาย

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา

198/1 ตระกอบมอราย
ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322,
044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18
ถ.หลวงพ่อดีปล่อง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่

106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา ตรัง

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา สุราษฎร์ธานี

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี
จ.สุราษฎร์ธานี
077-222-595

สาขา ปัตตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี
073-350-140-4

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 2020

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC