

# บริษัท ซีพีโก้ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 193/2561

13 ธันวาคม 2561

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: BBB-

แนวโน้มอันดับเครดิต: Stable

### เหตุผล

ทริสเรทติ้งจัดอันดับเครดิตองค์กรให้แก่ บริษัท ซีพีโก้ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "BBB-" โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่งของบริษัทในงานวิศวกรรมก่อสร้างฐานรากลึก (Deep Foundation Engineering) ซึ่งมีปัจจัยสนับสนุนจากผลงานและความสามารถที่เป็นที่ยอมรับ รวมทั้งความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัทที่มีภาระหนี้ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตก็มีข้อจำกัดจากขอบเขตธุรกิจของบริษัทที่มีขนาดเล็กและเน้นเฉพาะงานเสาเข็ม ประกอบกับความอ่อนไหวของงานที่มีต่อวงจรธุรกิจรับเหมาก่อสร้างซึ่งจะกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัทได้

### ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

#### สถานะทางธุรกิจที่แข็งแกร่งในงานก่อสร้างฐานราก

บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำในอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างฐานรากของประเทศไทย โดยบริษัทมีคณะผู้บริหารที่มีประสบการณ์สูง อีกทั้งยังมีวิศวกรที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะทางและมีเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่มีคุณภาพซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถรับงานโครงการขนาดใหญ่เช่นงานก่อสร้างฐานรากที่มีขอบเขตกว้างขวางได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งงานเสาเข็มสำหรับอาคารสูงของภาคเอกชนและโครงการสาธารณูปโภคของภาครัฐ นอกจากนี้ บริษัทยังเป็นหนึ่งในผู้รับเหมาเพียงไม่กี่รายที่สามารถก่อสร้างกำแพงป้องกันดิน (Diaphragm Wall) หรือ D-wall ซึ่งเป็นงานฐานรากที่สำคัญประเภทหนึ่งได้อีกด้วย

ความสามารถในการแข่งขันของบริษัทสั่งสมมาจากประสบการณ์ในการทำงานที่สำเร็จผลมาเป็นเวลายาวนานและความยืดหยุ่นของสถานะทางการเงิน ซึ่งปัจจัยดังกล่าวช่วยให้บริษัทได้รับงานอย่างต่อเนื่องและขณะการประมูลงานใหม่อยู่เสมอ ประสบการณ์และทักษะช่วยให้บริษัทอยู่ในสถานะที่ดีกว่าผู้รับเหมาก่อสร้างงานฐานรากรายอื่น ๆ ในการดำเนินงานโครงการที่มีขนาดใหญ่และมีความซับซ้อนมากกว่า บริษัทมีภาระหนี้ไม่มากซึ่งทำให้มีความยืดหยุ่นทางการเงินที่สูงกว่า ส่งผลให้ลูกค้าของบริษัทมีความมั่นใจว่าโครงการจะไม่ชะงักจากปัญหาทางการเงินของผู้รับเหมาก่อสร้าง

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างงานฐานรากนั้นมีผู้ประกอบการอยู่เป็นจำนวนมาก ทว่าบริษัทถือว่าเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ที่สุดเมื่อพิจารณาจากรายได้และมูลค่าสินทรัพย์ โดยบริษัทมีส่วนแบ่งรายได้ของทั้งตลาดโดยเฉลี่ยที่ระดับ 30% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

#### ผลการดำเนินงานเป็นที่น่าพอใจ

บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา โดยรายได้ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2561 เท่ากับ 1,933 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 45.8% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน อัตราส่วนกำไร (อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้) ของบริษัทในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2561 อยู่ที่ 22.4% เพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยที่ระดับ 17% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ผลการดำเนินงานที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็นผลเนื่องมาจากการมีอัตราส่วนกำไรที่สูงในโครงการขนาดใหญ่ เช่น โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มและโครงการ One Bangkok

จากมูลค่าโครงการที่ยังไม่ส่งมอบ (Backlog) ของบริษัท ประมาณการพื้นฐานของทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้ของบริษัทจะอยู่ในช่วง 2,200-2,700 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2561-2564 ในขณะที่อัตราส่วนกำไรคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 19% โดยเฉลี่ย และเงินทุนจากการดำเนินงานจะอยู่ที่ประมาณ 300-400 ล้านบาทต่อปี

ติดต่อ:

อวยพร วัชรกาญจนภรณ์  
auyporn@trisrating.com

ประวิตร ชัยชนะภักย์, CFA  
pravit@trisrating.com

มณฑิยา จันทร์กล้า  
monthian@trisrating.com



จากประมาณการพื้นฐานของทริสเรตติ้งคาดว่าบริษัทจะต้องใช้เงินลงทุนประมาณ 600-700 ล้านบาทในปี 2561 เพื่อซื้อเครื่องจักรชุดใหม่สำหรับใช้ดำเนินโครงการในปัจจุบัน หลังจากนั้นเงินลงทุนจะลดลงเหลือประมาณ 200-300 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2562-2564

### ขนาดธุรกิจค่อนข้างเล็กและเน้นงานเฉพาะทาง

ถึงแม้ว่าบริษัทจะมีความเชี่ยวชาญในธุรกิจรับเหมาก่อสร้างในส่วนของเสาเข็ม แต่ทริสเรตติ้งก็มองว่าบริษัทมีสถานะทางธุรกิจในระดับปานกลาง โดยอันดับเครดิตของบริษัทมีข้อจำกัดค่อนข้างสูงจากการที่บริษัทเป็นผู้รับเหมาก่อสร้างขนาดเล็กและมีขอบเขตงานที่ค่อนข้างแคบ ทั้งนี้ งานฐานรากเป็นเพียงงานส่วนเล็ก ๆ ในโครงการก่อสร้างซึ่งโดยทั่วไปจะใช้เวลาดำเนินการประมาณ 3-6 เดือนในช่วงเริ่มโครงการ แต่เมื่อพิจารณาในด้านบวกแล้ว บริษัทสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงในส่วนของความล่าช้าของโครงการหรือต้นทุนที่เกินงบประมาณได้ด้วยเช่นกัน

มูลค่าโครงการที่ยังไม่ส่งมอบซึ่งส่วนใหญ่มีระยะเวลาเพียง 3-6 เดือนนั้นก็มีผลกระทบต่อรายได้ในอนาคตของบริษัท โดยมูลค่าโครงการที่ยังไม่ส่งมอบที่มีอายุสั้นจะกดดันให้บริษัทจำเป็นต้องหางานใหม่และเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงในช่วงที่งานรับเหมาก่อสร้างชะงักลง บริษัทจึงมีความพยายามที่จะเติบโตโดยการขยายงานไปในประเทศเพื่อนบ้าน อย่างไรก็ตาม ทริสเรตติ้งไม่คาดว่าบริษัทจะมีรายได้จากงานในต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญในระยะใกล้

ทริสเรตติ้งยังคงมองแนวโน้มในเชิงบวกสำหรับธุรกิจรับเหมาก่อสร้างในช่วง 2-3 ปีข้างหน้าเนื่องมาจากนโยบายการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐจำนวนมากที่กำลังจะเกิดขึ้นรวมถึงโครงการก่อสร้างอาคารสูงขนาดใหญ่ของภาคเอกชนด้วยเช่นกัน ในกรณีนี้ บริษัทมีความพร้อมในการรับงานก่อสร้างฐานรากให้แก่ทั้ง 2 ภาคส่วน เมื่อเร็ว ๆ นี้บริษัทชนะการประมูลงานโครงการขนาดใหญ่จำนวนหลายโครงการซึ่งรวมถึงโครงการ One Bangkok ด้วย ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าโครงการที่ยังไม่ส่งมอบจำนวนมากเป็นประวัติการณ์ ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2561 บริษัทมีมูลค่าโครงการที่ยังไม่ส่งมอบอยู่ที่ 2,876 ล้านบาท ซึ่งมากพอที่จะรักษาฐานรายได้ของบริษัทในปี 2561 และปี 2562 ได้

### มีความอ่อนไหวต่อความเสี่ยงจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง

บริษัทต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากความผันผวนในอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างโดยผลการดำเนินงานของบริษัทจะขึ้นอยู่กับสภาวะวงจรของอุตสาหกรรมเนื่องจากบริษัทไม่สามารถสร้างงานของตนเองได้ อีกทั้งความต้องการงานเสาเข็มขนาดใหญ่และงานกำแพงป้องกันดินก็ขึ้นอยู่กับงานก่อสร้างอาคารใหม่ ๆ ด้วย

การประเมินอันดับเครดิตยังพิจารณาถึงความเสี่ยงอื่น ๆ จากอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างด้วย อาทิ ความเสี่ยงจากต้นทุนคงที่ในสัญญา การแข่งขันประมูลงาน ความพอเพียงของแรงงาน เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะลดทอนจุดแข็งของสถานะเครดิตของบริษัทลง

ธุรกิจของบริษัทขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างภายในประเทศเป็นหลัก ซึ่งการผูกติดอยู่กับอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างก็จะสร้างความอ่อนไหวตามวงจรอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างให้แก่บริษัทเป็นอย่างมาก ผลที่ตามมาคือ สถานะทางการเงินของบริษัทจะมีความผันผวนและรายได้อาจจะไม่สามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องได้ในระยะยาว

### ความยืดหยุ่นทางการเงินที่แข็งแกร่ง

สถานะทางการเงินของบริษัทค่อนข้างแข็งแกร่งจากความสามารถในการทำกำไรที่น่าพอใจและภาระหนี้ที่อยู่ในระดับต่ำ ภายหลังจากที่บริษัทขาดทุนจากโครงการรับเหมาก่อสร้างงานด้านโยธาในปี 2553-2554 บริษัทจึงกลับมาเน้นงานรับเหมาก่อสร้างเฉพาะในส่วนของการก่อสร้างเสาเข็มขนาดใหญ่และงานก่อสร้างกำแพงป้องกันดินเป็นหลัก รายได้ของบริษัทจึงเริ่มดีขึ้น โดยในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา รายได้ของบริษัทเกือบทั้งหมดเติบโตจากงานรับเหมาก่อสร้างเสาเข็มขนาดใหญ่และงานกำแพงป้องกันดิน

ภาระหนี้ที่อยู่ในระดับต่ำช่วยให้บริษัทมีความยืดหยุ่นทางการเงิน กล่าวคือ อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 18.61% ณ เดือนกันยายน 2561 โดยเพิ่มจาก 9.88% ณ สิ้นปี 2560 จากการใช้เงินลงทุนซื้อเครื่องจักรจำนวนมาก ถึงแม้ว่าภาระหนี้จะเพิ่มขึ้น แต่อัตราส่วนเงินกู้ยืมต่อทุนของบริษัทยังคงอยู่ในระดับต่ำ ภาระหนี้ของบริษัทที่อยู่ระดับต่ำเป็นปัจจัยบวกต่ออันดับเครดิตเนื่องจากบริษัทจะมีเงินสำรองบางส่วนที่ช่วยบรรเทาความรุนแรงในช่วงเวลาที่ขาดทุนได้ อย่างไรก็ตาม การดำเนินงานโครงการที่ล้มเหลวหรือภาวะอุตสาหกรรมที่ซบเซาเป็นเวลานานก็อาจส่งผลให้บริษัทใช้เวลาในการฟื้นตัวจากภาวะตกต่ำของวงจรธุรกิจที่ยาวนานยิ่งขึ้นด้วยเช่นกัน

ถึงแม้ว่าบริษัทจะมีการลงทุนจำนวนมากในปี 2561 แต่ทริสเรตติ้งก็คาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทจะยังคงอยู่ในระดับประมาณ 20%-23% ในช่วง 3 ปีข้างหน้าต่อไปได้ อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะอยู่ในช่วง 12-19 เท่า ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินจะทรงตัวอยู่ในระดับสูงโดยจะอยู่ในระดับต่ำสุดที่ประมาณ 70%

### สภาพคล่องที่เพียงพอ

บริษัทมีสภาพคล่องที่เพียงพอ ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2561 บริษัทมีภาระหนี้ที่จะต้องครบกำหนดชำระในอีก 12 เดือนข้างหน้าจำนวน 223 ล้านบาทซึ่งประกอบด้วยเงินกู้ยืมระยะสั้นจำนวน 24 ล้านบาทและเงินกู้โครงการระยะยาวจำนวน 199 ล้านบาท ในขณะที่แหล่งเงินทุนของบริษัทประกอบด้วยเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นจำนวน 326 ล้านบาท นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังคาดว่าบริษัทจะมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในช่วง 12 เดือนข้างหน้าอยู่ที่

ประมาณ 400 ล้านบาทอีกด้วย ซึ่งบริษัทน่าจะมีความเสี่ยงที่เพียงพอต่อการชำระหนี้ในระยะใกล้

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงความคาดหมายของทริสเรตติ้งว่าบริษัทจะสามารถรักษาสถานะทางการตลาดที่แข็งแกร่งในธุรกิจงานก่อสร้างฐานรากเอาไว้ได้และจะสามารถประมูผลงานใหม่ได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่อัตราส่วนกำไรโดยเฉลี่ยคาดว่าจะอยู่ในระดับประมาณ 19% และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตยังไม่มีแนวโน้มที่จะมีการปรับเพิ่มในอนาคตอันใกล้เนื่องจากขนาดธุรกิจของบริษัทที่ค่อนข้างเล็กและขอบเขตการดำเนินงานที่เน้นเฉพาะงานเสาเข็ม อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตจะมีการปรับเพิ่มขึ้นได้หากกระแสเงินสดของบริษัทปรับสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ในขณะเดียวกัน อันดับเครดิตก็อาจปรับลดลงได้หากผลการดำเนินงานของบริษัทต่ำกว่าที่คาดไว้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจจะเกิดจากความล่าช้าในงานก่อสร้าง ต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากโครงการล่าช้า หรือความล้มเหลวในการขยายงานรับเหมาก่อสร้างไปในต่างประเทศหรือการขยายสู่ฐานวิศวกรรมก่อสร้างด้านอื่น ๆ

### ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2561	2560	ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559	2558	2557
รายได้จากการดำเนินงานรวม	1,933	1,851	1,875	1,873	1,899
กำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	433	342	308	301	376
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	322	226	200	208	283
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	433	342	308	301	376
เงินทุนจากการดำเนินงาน	365	276	260	244	302
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	20	18	16	15	16
เงินลงทุน	644	229	248	162	98
สินทรัพย์รวม	3,027	2,466	1,884	1,807	1,725
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	308	131	227	62	83
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	1,346	1,196	1,068	993	917
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	22.41	18.48	16.40	16.05	19.79
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	20.89 **	14.39	14.97	16.97	24.64
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	21.24	19.30	18.84	19.80	23.31
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	0.61 **	0.38	0.74	0.21	0.22
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	133.53 **	210.19	114.41	396.16	363.82
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	18.61	9.88	17.53	5.85	8.30

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

**เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง**

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 31 ตุลาคม 2550

**บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน) (SEAFCO)**

<b>อันดับเครดิตองค์กร:</b>	<b>BBB-</b>
<b>แนวโน้มอันดับเครดิต:</b>	<b>Stable</b>

**บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด**

อาคารสีลมคอมเพล็กซ์ ชั้น 24 191 ถ. สีลม กรุงเทพฯ 10500 โทร. 02-098-3000

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อ้างอิง หรือเปิดเผย แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มิใช่คำแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มิได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัท และแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)