Globlex Securities Co., Ltd.

COMPANY REPORT

24 ตุลาคม 2561

Sector : MAI/Propcon

ไม่จัดอันดับ

Thai Enger Holding PCL. (TIGER)

***Globlex Securities เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้ซึ่งจะได้รับค่าธรรมเนียมในฐานะผู้จัดจำหน่าย*

EARNINGS FORECAST

Year to Dec	2558A	2559A	2560A	2561E	2562E
Norm profit (Btm)	9.3	36.7	67.7	89.9	152.7
Norm profit growth	N/A	294.6%	84.8%	32.7%	69.9%
EPS (Bt)	0.02	0.08	0.15	0.20	0.33
P/E (X)*	246.6	62.5	33.8	25.5	15.0
BV (Bt)	0.1	0.3	0.4	1.5	1.8
PBV (X)*	39.7	14.8	12.3	3.4	2.7
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.08	0.10	0.17
Yield (%)*	0.0%	0.0%	1.6%	2.0%	3.3%

ที่มา : หนังสือชี้ชวนและบล.โกลเบล็ก

คำนวณจากราคาเหมาะสม 5.00 บาท

PERTINENT INFORMATION

ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี(ประเทศไทย) จำกัด
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย	บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี(ประเทศไทย) จำกัด
จำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขาย	122.28 ล้านหุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท)
ราคาเสนอขายหุ้น IPO	3.65 บาทต่อหุ้น
วันจองซื้อ	10-12 ตุลาคม 61
วันเริ่มซื้อขายในตลาดฯ	24 ตุลาคม 61
ทุนจดทะเบียน	230 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 460 ล้านหุ้น
ทุนที่เรียกชำระแล้วก่อน IPO	168.86 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 337.72 ล้านหุ้น
ทุนที่เรียกชำระแล้วหลัง IPO	230 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 460 ล้านหุ้น
วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุน	ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประกอบธุรกิจ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. นายจตุรงค์ ศรีกุลเรืองโรจน์	58.80%	43.17%
2. นายกิตติ คุษฎีพฤฒิพันธุ์	39.20%	28.78%
3. นายอรรถวุฒิ สกนธวัฒน์	2.00%	1.47%
4. ประชาชนทั่วไป (IPO)	-	26.58%

ที่มา : หนังสือชี้ชวนและบล.โกลเบล็ก

Analyst : Nuttawut Wongyaowarak
02-672-5936
nuttawut@globlex.co.th

Assistant Analyst : Tossapon Wilaiprapakorn

Corporate Governance Rating : N/A
Anti-corruption : N/A

ปัจจัยเสี่ยง: 1) ประมูลงานได้น้อยกว่าคาด
2) ต้นทุนวัสดุก่อสร้างปรับตัวขึ้น

TIGER ผู้รับเหมาก่อสร้างรายเล็กแต่ศักยภาพสูง

บริษัท ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด(มหาชน) (TIGER) ประกอบธุรกิจผ่านบริษัทย่อย 3 บริษัทได้แก่ 1) TEC (TIGER ถือหุ้น 99.99%) ให้บริการรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรมโยธาทุกประเภทรวมทั้งงานออกแบบวิศวกรรมและสถาปัตยกรรม (Build and Design) 2) TEA (TEC ถือหุ้น 99.99%) ประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งอุปกรณ์จากกระจกและอลูมิเนียม สำหรับงานสถาปัตยกรรมและงานตกแต่ง และ3) TEM (TEC ถือหุ้น 70.0%) ประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้งจัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่นๆ โดยบริษัทเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประมูลงานในอนาคต **ฝ่ายวิจัยประเมินราคาเหมาะสมอยู่ที่ราว 5.00 บาทต่อหุ้นสำหรับปี 2562**

ประเด็นสำคัญในการลงทุน

- **TIGER รับเหมาก่อสร้างรายเล็กแต่ศักยภาพสูง :** ดำเนินธุรกิจดังนี้ 1) ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างงานวิศกรรมโยธาทุกประเภท (TEC) มีสัดส่วนรายได้ราว 99% ของรายได้รวม 2) ธุรกิจออกแบบ ผลิตพร้อมติดตั้งกระจกและอลูมิเนียม (TEA) มีสัดส่วนรายได้ 1% และ3)ธุรกิจออกแบบ ผลิตพร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้งจัดหาและจำหน่ายวัสดุอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้าง (TEM) ยังไม่สร้างรายได้เนื่องจากอยู่ในช่วงจัดตั้งธุรกิจ โดยบริษัทเล็งเห็นโอกาสทางธุรกิจของ TEA และ TEM ในการต่อยอดงานด้านสถาปัตยกรรมและตกแต่งซึ่งใช้ความชำนาญเฉพาะส่งผลให้สร้างกำไรได้ดีกว่าธุรกิจรับเหมาก่อสร้างในอนาคต โดยปี 60 บริษัทรับงานก่อสร้างทั้งภาครัฐฯและภาคเอกชนในสัดส่วน 48% และ 52% ตามลำดับ โดยงานภาครัฐบริษัทจะเป็นผู้รับเหมาะช่วง (Sub-Contractor) ขณะที่งานภาคเอกชนเน้นงานก่อสร้างอาคารและโรงแรม
- **งานก่อสร้างภาครัฐมีโอกาสเติบโตสูง :** แนวโน้มอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างปี 2561-2563 คาดว่าจะเติบโต 7-9 %ต่อปี เป็นผลจากการเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของรัฐราว 61 โครงการวงเงินลงทุนรวม 3.2 ล้านล้านบาทซึ่งจะดำเนินการก่อสร้างไปถึงปี 2569 เพื่อพัฒนาประเทศให้เป็นศูนย์กลางการคมนาคมและโลจิสติกส์ของเอเชียในอนาคต โดยมีโครงการสำคัญ ได้แก่ การก่อสร้างรถไฟความเร็วสูง รถไฟรางคู่ และมอเตอร์เวย์ 3 เส้นทาง เป็นต้น โดยการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐจะส่งผลให้มีการลงทุนภาคเอกชนตามมาในอนาคต
- **คาดการก่อสร้างโรงแรมเติบโตตามจำนวนท่องเที่ยว :** ตั้งแต่ปี 2557-2560 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเติบโตเฉลี่ย 12.5%ต่อปีสู่ระดับ 35.4 ล้านคนต่อปี ซึ่งช่วยสร้างรายได้ให้ประเทศราว 2.75 ล้านล้านบาท โดยเรามีมุมมองบวกต่อจำนวนโรงแรมและรีสอร์ทในประเทศไทยซึ่งมีโอกาสเติบโตตามจำนวนนักท่องเที่ยว โดย TIGER มีความรู้ความชำนาญในการก่อสร้างโรงแรมและรีสอร์ททำให้ได้รับผลบวกตามการเติบโตของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว
- **คาดกำไรปี 61 – 62 เติบโตอย่างก้าวกระโดด :** ฝ่ายวิจัยคาดว่ารายได้ปี 61-62 จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง จากงานในมือ (Backlog) สิ้นเดือน มิ.ย. ที่มีอยู่ 655 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะรับรู้รายได้ภายในปี 61 ทั้งหมดช่วยหนุนรายได้และผลประกอบการ 2H61 ให้เติบโตต่อเนื่อง นอกจากนี้การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะช่วยปลดล็อคข้อจำกัดด้านเงินทุน เนื่องจากงานรับเหมาก่อสร้างโดยปกติจะใช้เงินทุนหมุนเวียนราว 20-30% ของมูลค่าก่อสร้าง เราคาดว่าปี 61 จะมีรายได้ราว 869 ล้านบาทเติบโต 41%YoY จากการรับรู้รายได้ Backlog ที่มีในปัจจุบัน ขณะที่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับลงจากปีก่อนที่ 18.5% สู่ระดับ 17.6% เนื่องจาก Backlog ส่วนใหญ่เป็นงานก่อสร้างที่ไม่มีความซับซ้อนมากนัก ด้านค่าใช้จ่ายในการบริหารคาดว่าจะทรงตัวที่ระดับ 4.0% ของยอดขาย โดยเราคาดว่าปี 61 จะรายงานกำไรสุทธิราว 90 ล้านบาท +33%YoY ขณะที่ปี 62 รายได้จะเติบโตต่อเนื่องสู่ 1.4 พันล้านบาท +77%YoY จากการเข้าประมูลงานใหม่หลังได้รับเงินจากการระดมทุน และคาดว่าจะมีกำไรสุทธิราว 153 ล้านบาท +70%YoY

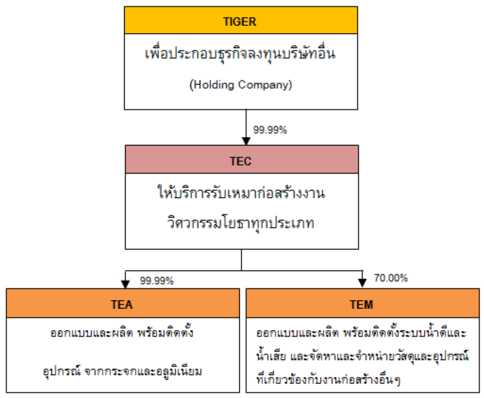
- **การประเมินมูลค่าหุ้น** : ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี Price to Earning Ratio (P/E Ratio) โดยอ้างอิงจากบริษัทที่ดำเนินธุรกิจที่คล้ายคลึงกัน อาทิ SYNTEC PREB TPOLY และ CRD ซึ่งมี P/E Ratio อยู่ในช่วง 8-15 เท่า โดยเราใช้ Prospective P/E ที่ 15 เท่าเนื่องจากศักยภาพการเติบโตของบริษัทที่สูงกว่ากลุ่ม โดยเราประเมิน EPS ปี 62 อยู่ที่ 0.33 บาทต่อหุ้น ได้ราคาเหมาะสม 5.00 บาทต่อหุ้น และคาดหวังอัตราเงินปันผลที่ 3.3% ต่อปี

TIGER ผู้รับเหมาก่อสร้างรายเล็กแต่ศักยภาพสูง

TIGER ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างงานประเภทโรงแรม รีสอร์ท งานอาคารสำนักงาน และงานสาธารณูปโภค และมีบริษัทย่อยประกอบธุรกิจออกแบบและผลิตอลูมิเนียมและกระจก และบริษัทออกแบบและผลิตระบบน้ำดีและน้ำเสียรวมถึงจัดหาและจำหน่ายอุปกรณ์สำหรับการก่อสร้างเพื่อสนับสนุนงานก่อสร้าง

บมจ.ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง หรือ TIGER ประกอบธุรกิจลงทุนในบริษัทอื่น โดยปัจจุบันบริษัทฯ ถือหุ้น 99.99% ในบจ.ไทย อิงเกอร์ หรือ TEC ซึ่งเป็นบริษัทแกน ประกอบธุรกิจให้บริการรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรมโยธาทุกประเภทรวมทั้งงานออกแบบวิศวกรรมและสถาปัตยกรรม นอกจากนี้ยังมีบริษัทย่อย 2 บริษัทประกอบธุรกิจสนับสนุนงานรับเหมาก่อสร้าง ซึ่งได้แก่ 1) TEA (TEC ถือหุ้น 99.99%) ประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งอุปกรณ์จากกระจกและอลูมิเนียม สำหรับงานสถาปัตยกรรมและงานตกแต่ง และ 2) TEM (TEC ถือหุ้น 70.0%) ประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้งจัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่นๆ โดยทั้ง 2 ธุรกิจต้องอาศัยความสามารถด้านวิศวกรรมในการออกแบบเพื่อให้มีความเหมาะสมและถูกต้องตามความต้องการของลูกค้า

โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

โครงสร้างรายได้ของบริษัท

ลักษณะงานโครงการก่อสร้าง	ปี 2558		ปี 2559		ปี 2560		งวด 6 เดือนแรก ปี 2560		งวด 6 เดือนแรก ปี 2561	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
1) รายได้จากโครงการโรงแรมและรีสอร์ท	215.9	59.1	153.0	31.2	83.4	13.6	19.8	7.5	55.9	15.8
2) รายได้จากโครงการอาคารสำนักงาน และอาคารอื่นๆ	120.6	33.0	22.2	4.5	186.5	30.3	45.1	17.2	106.4	30.1
3) รายได้จากโครงการสาธารณูปโภค และงานภาครัฐ	8.4	2.3	284.1	58.0	341.0	55.5	195.0	74.4	144.0	40.7
4) รายได้จากโครงการขนาดเล็ก	10.5	2.9	23.5	4.8	3.6	0.6	1.0	0.4	27.7	7.8
รวมรายได้จากโครงการก่อสร้างของ TEC	355.4	97.3	482.8	98.6	614.6	100.0	260.9	99.5	333.9	94.5
5) รายได้ส่วนของ TEA	9.8	2.7	7.1	1.5	0.3	0.1	1.4	0.5	16.1	4.6
6) รายได้ส่วนของ TEM	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	3.4	1.0
รวมรายได้จากการดำเนินการ	365.2	100.0	489.9	100.0	614.9	100.0	262.3	100.0	353.4	100.0

ที่มา : หนังสือชี้ชวน

1. ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโครงการทุกประเภท และงานออกแบบ (Construction Contractor – Build & Design) : TEC ดำเนินธุรกิจให้บริการรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรมโยธาทุกประเภท รวมถึงงานออกแบบวิศวกรรม และออกแบบสถาปัตยกรรมและตกแต่งภายใน ที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างอาคารและระบบสาธารณูปโภคตามแบบที่ลูกค้ากำหนด ให้แก่ทั้งลูกค้าภาครัฐและเอกชน ซึ่ง TEC ให้บริการทั้งเป็นผู้รับเหมาหลัก (Main Contractor) และผู้รับเหมาช่วง (Sub-Contractor) โดย TEC สามารถให้คำปรึกษาแก่ลูกค้าเกี่ยวกับงานออกแบบด้านต่างๆ เช่น ด้านโครงสร้าง ด้านวิศวกรรม (M&E) ด้านสถาปัตยกรรมทั้งภายนอกและภายใน ด้านภูมิสถาปัตยกรรม เป็นต้น ทั้งยังสามารถให้คำปรึกษาด้านความเป็นไปได้ของโครงการก่อสร้าง (Feasibility Test) ซึ่งทำให้ TEC สามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างครบวงจร (One Stop Service) โดยประเภทงานให้บริการก่อสร้างของ TEC สามารถแบ่งได้เป็น 4 ประเภทดังนี้

1.1) งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างโครงการ โรงแรม รีสอร์ท

1.2) งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างโครงการอาคารสำนักงาน และอาคารอื่นๆ เช่น คอนโดมิเนียม และเซอร์วิสอพาร์ทเม้นท์

1.3) งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างโครงการสาธารณูปโภค และกลุ่มงานภาครัฐ

1.4) งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างโครงการและงานอื่นๆ เช่น บ้านเดี่ยวราคาสูง ร้านกาแฟ ร้านอาหาร เป็นต้น และให้บริการงานระบบภายในตัวอาคาร เช่น ระบบปรับอากาศและงานปรับปรุงต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

ที่มา : หนังสือชี้ชวน

2. ธุรกิจสนับสนุนงานก่อสร้างโครงการทุกประเภท และงานออกแบบ (Construction Supporting): นอกเหนือจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโครงการทุกประเภท และงานออกแบบแล้ว TEC ยังมีธุรกิจสนับสนุนงานก่อสร้างซึ่งดำเนินการโดย 2 บริษัทย่อยได้แก่

1) TEA ซึ่งประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งอุปกรณ์จากกระจกและอลูมิเนียมสำหรับงานสถาปัตยกรรมและงานตกแต่ง เช่น งานประตู งานหน้าต่าง ผนังกระจก และแผ่นอลูมิเนียมคอมโพสิท (Aluminum Composite Cladding) เป็นต้น

2) TEM ซึ่งประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้ง จัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่นๆ เช่น เครื่องสุขภัณฑ์ กระเบื้องปูพื้น อุปกรณ์และระบบปรับอากาศ เครื่องกำเนิดไฟฟ้า เป็นต้น

โดยทั้ง 2 ธุรกิจต้องใช้ความรู้ความสามารถด้านวิศวกรรมในการออกแบบให้มีความเหมาะสมและถูกต้องตามความต้องการของลูกค้า

ธุรกิจสนับสนุนงานก่อสร้าง

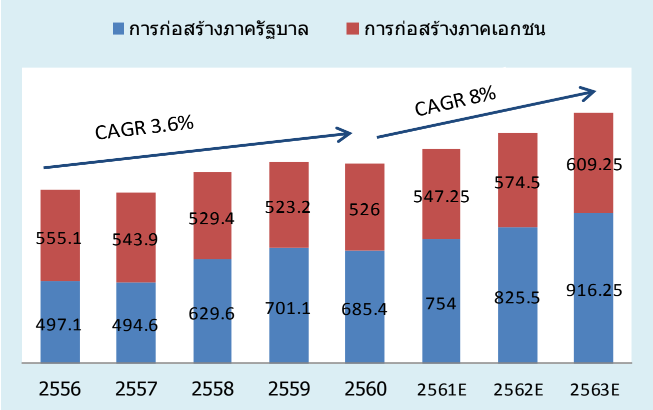
ที่มา : หนังสือชี้ชวน

ภาพรวมอุตสาหกรรมการก่อสร้าง

แนวโน้มอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างคาดจะมีการเติบโตราว 7-9% ต่อปีในอีก 3 ปีข้างหน้าจากการเร่งลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ รวมทั้งมีการจัดตั้งเขตเศรษฐกิจพิเศษทั้ง SEZs และ EEC ซึ่งส่งผลต่อเนื่องไปยังรับเหมาภาคเอกชน

อุตสาหกรรมการก่อสร้างในประเทศไทยสามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ ได้แก่ กลุ่มงานก่อสร้างภาครัฐมีสัดส่วน 56% และกลุ่มงานก่อสร้างภาคเอกชนมีสัดส่วน 44% (สัดส่วนปี 60) ปี 60 มีมูลค่าโครงการก่อสร้างรวม 1.2 ล้านล้านบาท -1%YoY เนื่องจากเกิดความล่าช้าในโครงการของภาครัฐบางโครงการที่ยังอยู่ในขั้นตอนการศึกษาผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม(EIA) และบางโครงการยังไม่มีแหล่งเงินทุนที่ชัดเจน ส่งผลให้อุตสาหกรรมการก่อสร้างโดยรวมปี 60 หดตัวลงเล็กน้อย

มูลค่าโครงการก่อสร้างในอดีต



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติและคาดการณ์จากศูนย์วิจัยกรุงศรี

อย่างไรก็ตาม แนวโน้มภาพรวมอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างโดยรวมระหว่างปี 2561-2563 คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น โดยจะมีการเติบโตประมาณ 7-9%ต่อปี เป็นผลจากการเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของรัฐที่มีประมาณ 61 โครงการ วงเงินลงทุนรวม 3.2 ล้านล้านบาทภายในปี 2569 ซึ่งมีแผนลงทุนเพื่อพัฒนาให้เป็นศูนย์กลางการคมนาคมและโลจิสติกส์ของเอเชียในอนาคต ได้แก่ การก่อสร้างรถไฟความเร็วสูงและรถไฟรางคู่ การก่อสร้างถนนมอเตอร์เวย์ 3 เส้นทาง การก่อสร้างท่าเรือมาบตาพุดระยะที่ 3 การก่อสร้างท่าเรือแหลมฉบัง การก่อสร้างท่าเรือพาณิชย์สัตหีบ และการก่อสร้างสนามบินอู่ตะเภาให้เป็นสนามบินเชิงพาณิชย์ เป็นต้น อีกทั้งได้กำหนดนโยบายเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจและการลงทุนในพื้นที่ต่างๆ ภายในประเทศ เช่น นโยบายเขตพัฒนาเศรษฐกิจพิเศษโครงการ (กนพ.) (Special Economic Zones: SEZs) นโยบายระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor : EEC) เป็นต้น คาดจะส่งผลต่อเนื่องไปสู่การลงทุนก่อสร้างภาคเอกชน ซึ่งเป็นอีกปัจจัยผลักดันสำคัญให้เกิดการขยายตัวของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง

โครงการเขตเศรษฐกิจพิเศษของภาครัฐ

โครงการพัฒนาเขตเศรษฐกิจพิเศษ(Special Economic Zones: SEZs)

ที่มา : SCB - EIC

นโยบายระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor : EEC)

ที่มา : กระทรวงคมนาคม

นโยบายเขตพัฒนาเศรษฐกิจพิเศษโครงการ (กนพ.) (Special Economic Zones: SEZs) เป็นโครงการจัดตั้งเศรษฐกิจพิเศษโดยมี 5 จังหวัดชายแดน ได้แก่ สงขลา ตาก มุกดาหาร สระแก้ว และตราดตามรูปด้านบน โดยโครงการดังกล่าวครอบคลุมพื้นที่ 1.8 ล้านไร่ โดยคาดว่าจะใช้เงินลงทุนราว 1.04 หมื่นล้านบาท

นโยบายระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor : EEC) เป็นแผนพัฒนาเศรษฐกิจภาคตะวันออกที่ดำเนินมาตลอด 30 ปีที่ผ่านมา โดยการลงทุน EEC จะเป็นการยกระดับพื้นที่เศรษฐกิจภาคตะวันออกให้กลายเป็นพื้นที่เศรษฐกิจระดับโลกโดยคาดว่าจะใช้เงินลงทุนใน 5 ปีแรก (2560-2564) ราว 1.5 ล้านล้านบาท ครอบคลุมพื้นที่ 3 จังหวัด คือ ชลบุรี ระยอง และฉะเชิงเทรา

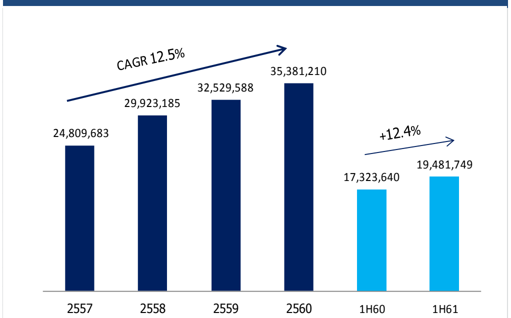
เนื่องด้วยบริษัทมีการรับเหมาก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานและโครงการสาธารณูปโภคจากภาครัฐผ่านการรับเหมาช่วง(Sub-Contract) ตัวอย่างโครงการในอดีตได้แก่ การก่อสร้างนิคมอุตสาหกรรม ฝายเก็บน้ำ สถานีผลิตน้ำประปา ตั้งแต่การวางระบบท่อส่งน้ำ การติดตั้งระบบสูบส่งน้ำดิบ และระบบผลิตน้ำประปา เป็นต้น ในปี 60 มีสัดส่วนรายได้จากงานภาครัฐถึง 55% คาดว่าหลังจากภาครัฐเร่งลงทุนทางด้านโครงสร้างพื้นฐาน จะเป็นปัจจัยหนุนที่ดีสำหรับการเติบโตในอนาคตของบริษัท

ภาพรวมอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวยังคงเป็นปัจจัยหลักหนุนการเติบโตให้กับเศรษฐกิจไทยมาอย่างต่อเนื่อง จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นทุกปี ซึ่ง TIGER ได้รับประโยชน์จากการก่อสร้างโรงแรมที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากมีประสบการณ์ด้านงานก่อสร้างโรงแรมและรีสอร์ท จึงเป็นโอกาสที่ดีสำหรับเติบโตของบริษัทในอนาคต

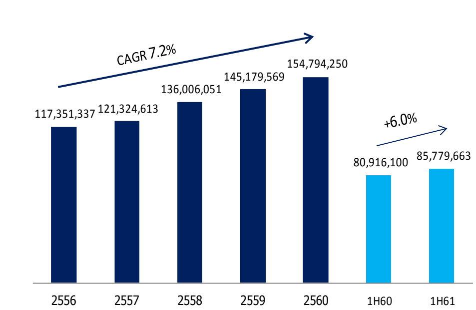
อุตสาหกรรมท่องเที่ยวถือเป็นอุตสาหกรรมที่สร้างรายได้หลักให้กับประเทศเป็นจำนวนมาก โดยในปี 2560 มีการเติบโตจากการท่องเที่ยวในประเทศ และนักท่องเที่ยวต่างชาติที่หลั่งไหลเข้ามาต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2557-2560 เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 12.5% ณ สิ้นปี 60 มีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยราว 35.4 ล้านคน จากปัจจัยเรื่องต้นทุนการเดินทางที่ต่ำลง ประกอบกับประเทศไทยมีแหล่งท่องเที่ยวที่มีชื่อเสียง และปัจจัยด้านค่าครองชีพที่ไม่สูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในแถบเอเชีย โดยธุรกิจโรงแรมถือเป็นธุรกิจที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโตต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2557-2560 เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 12.5% โดย ณ สิ้นปี 60 มีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศเดินทางเข้ามาในประเทศไทยกว่า 35.4 ล้านคนและสร้างรายได้กว่า 2.72 ล้านล้านบาท โดยหากนับรวมนักท่องเที่ยวทั้งไทยและต่างประเทศที่เข้าพักโรงแรมในประเทศไทยอยู่ที่ราว 155 ล้านคน และมีอัตราการเข้าพักโรงแรมเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 67% (ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา)

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศ



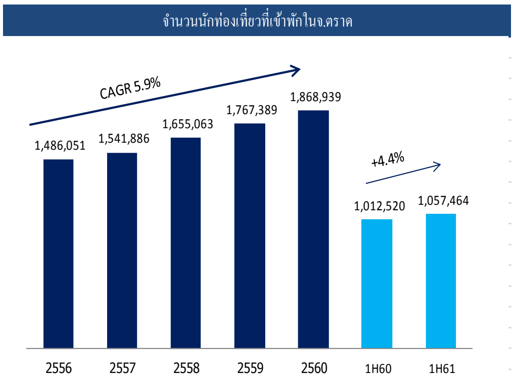
ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

จำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้าพักรวมทั้งประเทศ



ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

เนื่องด้วยบริษัทมีความชำนาญทั้งทางด้านวิศวกรรม และสถาปัตยกรรม รวมถึงการออกแบบระบบภายในในการก่อสร้างโรงแรมทำให้บริษัทได้รับงานก่อสร้างโรงแรมมาอย่างต่อเนื่องโดยมีตัวอย่างโครงการดังนี้ โครงการรีสอร์ทแอนด์สปา คชา เกาะช้าง จ.ตราด โครงการรีสอร์ทแอนด์สปา เคซี แกรนด์ เกาะช้าง จ.ตราด โครงการรีสอร์ทเอวา เกาะช้าง จ.ตราด โครงการโรงแรมลาบารีส ปากช่อง นครราชสีมา และโครงการรีสอร์ทแอนด์สปา ไอธารา หาดเข้าสำราญ จ.เพชรบุรี



ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

จำนวนนักท่องเที่ยวใน จ.ตราด ปี 2556-2560 เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย 5.9% ต่อปีสู่ระดับ 1.87 ล้านคนต่อปีและมีอัตราการเข้าพักที่สูงถึง 66% ส่งผลให้มีความต้องการโรงแรมเพิ่มขึ้นตามไปด้วยจึงเป็นโอกาสทางธุรกิจของ TIGER เนื่องจากในอดีตบริษัทได้รับงานก่อสร้างโรงแรมบนเกาะช้าง จ.ตราด 3 โครงการซึ่งเป็นโครงการที่ต้องอาศัยความชำนาญในการบริหารจัดการวัสดุก่อสร้าง เนื่องจากต้องขนส่งวัสดุก่อสร้างทางเรืออีกทั้ง จ.ตราด เป็นจังหวัดท่องเที่ยวทำให้ไม่สามารถก่อสร้างได้ในช่วงวันหยุด แต่บริษัทก็สามารถดำเนินการก่อสร้างโรงแรมทั้ง 3 แห่งได้แล้วเสร็จตามแผน ทำให้ได้รับความไว้วางใจจากเจ้าของโครงการ

จุดประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุนต่อแผนลงทุนในอนาคต

หลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์คาดว่าจะใช้เงินทุนเพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประมูลโครงการในอนาคตทั้งของภาครัฐและภาคเอกชน รวมถึงใช้ในการขยายธุรกิจผลิตและติดตั้งอลูมิเนียมและธุรกิจจำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างด้วย

สำหรับการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งแรกแก่ประชาชน (IPO) คิดเป็นจำนวนหุ้นทั้งสิ้น 122.28 ล้านหุ้น par หุ้นละ 0.50 บาท TIGER มีจุดประสงค์ในการนำเงินดังกล่าว เพื่อลงทุนตามรายละเอียดดังนี้คือ

1. **แผนการรับเหมาโครงการที่มีมูลค่าและขนาดใหญ่ขึ้น**
    - **ภาคเอกชน :** TEC ได้วางแผนและเริ่มเข้าประมูลงานที่มีขนาดใหญ่มากขึ้น จากเจ้าของที่มีชื่อเสียง โดยในการเข้าร่วมประมูลงาน ผู้รับเหมาก่อสร้างแต่ละรายจะต้องอยู่ในทะเบียนคู่ค้า (Vendor List) ของบริษัทผู้ออกแบบ (Designer) หรือบริษัทผู้บริหารโครงการ (CM) ที่ทำงานให้กับโครงการนั้นๆ
    - **ภาครัฐ :** TEC เล็งเห็นถึงโอกาสทางธุรกิจรับเหมาต่างๆ ที่จะเป็นผลมาจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) ที่มีมูลค่าสูงของภาครัฐสืบเนื่องจากนโยบายของภาครัฐ เช่น เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) เพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจและส่งเสริมการการลงทุนของภาคเอกชน
2. **แผนการขยายธุรกิจออกแบบและผลิต รวมทั้งติดตั้งอุปกรณ์สำหรับงานสถาปัตยกรรมและงานตกแต่งจากกระจกและอลูมิเนียม**: TEA ได้มีการลงทุนก่อสร้างโรงงานพร้อมเครื่องจักรเพื่อใช้ในงานออกแบบและการผลิตอุปกรณ์สำหรับงานสถาปัตยกรรมและงานตกแต่งจากกระจกและอลูมิเนียม โดยบริษัทมีแผนจะใช้เงินจากการระดมทุนบางส่วนเป็นเงินทุนหมุนเวียนเพื่อให้สามารถรองรับการขยายตัวของธุรกิจ
3. **แผนการขยายธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้งจัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่นๆ**: กลุ่มบริษัทได้มีการจัดตั้ง TEM ขึ้นเพื่อประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้ง จัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่นๆ เพื่อเข้ามาต่อยอดและขยายธุรกิจการจัดหาและจำหน่ายสินค้าให้แก่กลุ่มลูกค้าที่มิได้เป็นลูกค้าโครงการก่อสร้างของ TEC โดยบริษัทมีแผนจะใช้เงินจากการระดมทุนบางส่วนเป็นเงินทุนหมุนเวียนในการขยายธุรกิจดังกล่าว

คาดกำไรปี 61 – 62 เติบโตเฉลี่ย 50%YoY ต่อปี จากการประมูลงานใหม่อย่างต่อเนื่อง

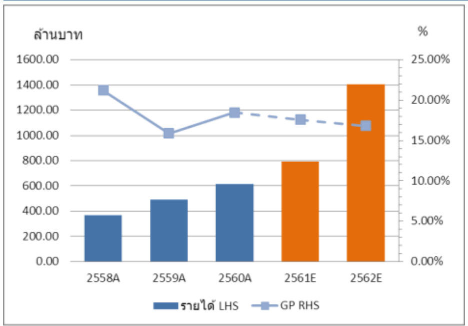
คาดกำไรปี 61-62 เติบโตเฉลี่ย 50% สู่ระดับ 153 ล้านบาท ขณะที่คาดรายได้จะเติบโตเฉลี่ย 51% สู่ระดับ 1.4 พันล้านบาทในปี 62 จากการประมูลงานใหม่อย่างต่อเนื่องหลังได้รับเงินทุนจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองบวกต่อการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ TIGER เนื่องจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินทุนหมุนเวียนสูงถึง 20-30% ของมูลค่าโครงการ ดังนั้นเมื่อบริษัทได้รับเงินจากการเข้าจดทะเบียนฯ จะช่วยหนุนให้บริษัทสามารถรับงานก่อสร้างได้เพิ่มขึ้นตามศักยภาพด้านบุคลากรและเงินทุน อีกทั้งการเข้าจดทะเบียนฯ จะช่วยให้ต้นทุนทางการเงินลดลงทำให้เข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ง่ายขึ้น โดยเราเล็งเห็นศักยภาพในการรับงานก่อสร้างทั้งภาคเอกชนและภาครัฐที่สามารถสร้างรายได้ให้เติบโตเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังราว 19% ต่อปี ซึ่งสูงกว่าบริษัทอื่นในอุตสาหกรรม โดยบริษัทมีความชำนาญในการก่อสร้างโรงแรม เช่น รงแรมในจังหวัดตราด 3 โครงการ (โครงการรีสอร์ทแอนด์สปา คชา โครงการรีสอร์ทแอนด์สปา เคซี แกรนด์ และโครงการรีสอร์ทเอวา) และจังหวัดอื่นๆ อีก 2 โครงการ(นครราชสีมาและเพชรบุรี) ซึ่งเป็นงานที่ประณีตส่งผลให้สามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นได้ที่ระดับ 15-20% นอกจากนี้บริษัทยังมีผลงานก่อสร้างคอนโดมิเนียมแนวราบ รวมทั้งงานราชการ เช่น งานก่อสร้างนิคมอุตสาหกรรม ฝายเก็บน้ำ สถานีผลิตน้ำประปา ตั้งแต่การวางระบบท่อส่งน้ำการติดตั้งระบบสูบส่งน้ำดิบและระบบผลิตน้ำประปา จนถึงการก่อสร้างหอเก็บน้ำเพื่อรอการจ่ายให้ชุมชน อีกทั้งความสามารถในการบริหารต้นทุนค่าก่อสร้างได้อย่างแม่นยำส่งผลให้ไม่มีต้นทุนส่วนเกิน (Cost overrun) โดยในอนาคตเราคาดว่าบริษัทจะสามารถต่อยอดประมูลงานก่อสร้างโรงแรมและงานอาคารเช่น คอนโดมิเนียม ของภาคเอกชน และโครงการต่างๆ ของภาครัฐได้

ฝ่ายวิจัยประมาณการรายได้ปี 61 อยู่ที่ราว 869 ล้านบาท +41%YoY จากการรับรู้ Backlog ณ ปลายเดือน มี.ค. 61 ราว 655 ล้านบาท ขณะที่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวลงจากปี 60 ที่ 18.5% สู่ระดับ 17.6% ในปี 61 เนื่องจาก Backlog ส่วนใหญ่เป็นอาคารที่ไม่มีความซับซ้อน อาทิ ศูนย์ออกกำลังกาย อาคารสำนักงาน และอาคารจอดรถ เป็นต้น ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะทรงตัวที่ระดับ 4.0% โดยเราประเมินกำไรสุทธิปี 61 อยู่ที่ 90 ล้านบาท +33%YoY

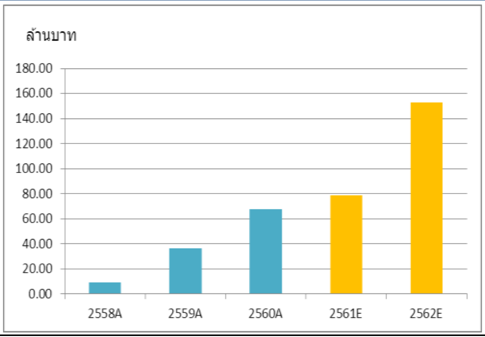
ขณะที่ปี 62 เราคาดว่ารายได้จะเติบโตสู่ 1.4 พันล้านบาท 62%YoY เนื่องจากสามารถประมูลงานเพิ่มได้และไม่มีข้อจำกัดจากเงินทุนหมุนเวียนเหมือนในอดีตหลังได้เงินจากการเข้าจดทะเบียนฯ ขณะที่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวลงสู่ 16.8% เนื่องจากมีโอกาสเข้าร่วมงานประมูลภาครัฐเพิ่มขึ้นซึ่งมีอัตรากำไรต่ำกว่างานภาคเอกชน นอกจากนี้ยังมีโอกาสเติบโตจาก TEA และ TEM ซึ่งดำเนินธุรกิจสนับสนุน อย่างไรก็ตามการรับงานก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นจะทำให้มีการประหยัดจากขนาด (Economies of scale) และใช้บุคลากรได้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น ส่งผลให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารต่อยอดขายปรับตัวลงจาก 4.0 สู่ 2.7% โดยเราประเมินกำไรปี 62 อยู่ที่ราว 153 ล้านบาท +70%YoY

คาดการณ์รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นปี 61-62



ที่มา : หนังสือชี้ชวนและบล.โกลเบล็ก

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 61-62



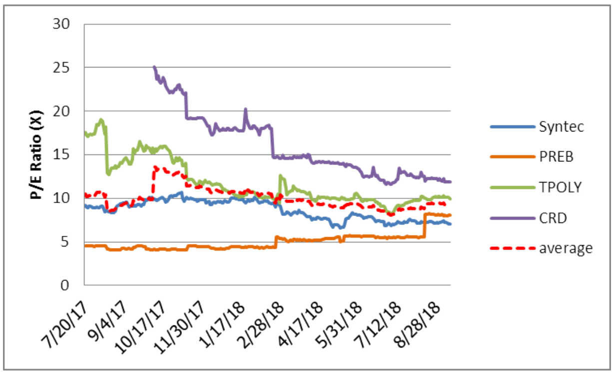
ที่มา : หนังสือชี้ชวนและบล.โกลเบล็ก

การประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี P/E Ratio โดยใช้ prospective P/E ที่ 15 เท่า จากศักยภาพการเติบโตที่โดดเด่น ได้ราคาเหมาะสมที่ 5.00 บาทต่อหุ้น

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี Price to Earning Ratio (P/E Ratio) โดยอิงตามบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดเอ็มเอไอที่ดำเนินธุรกิจคล้ายกัน อาทิ SYNTEC PREB TPOLY และ CRD โดยมีค่า P/E Ratio ในช่วง 8-15 เท่า ซึ่งแสดงในตารางด้านล่าง

PER of Peers



ที่มา : SETSMART และบล. โกลเบล็ก

ตารางแสดงค่า P/E Ratio ณ 12/9/61

STOCK	P/E Ratio
SYNTEC	8.0
PREB	6.0
TPOLY	11.0
CRD	15.0
average	10.0

ที่มา : Aspen และบล. โกลเบล็ก

ทั้งนี้ เราใช้ Prospective P/E Ratio ที่ 15 เท่า ในการประเมินมูลค่าหุ้น TIGER เนื่องจากศักยภาพในการเติบโตอีกทั้งบริษัทสามารถสร้างอัตรากำไรขั้นต้นได้อย่างสม่ำเสมอในระดับสูง อีกทั้งมีศักยภาพในการเติบโตอย่างต่อเนื่องเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2560-2562 ราว 50%ต่อปี ซึ่งสูงกว่าการเติบโตของอุตสาหกรรม เราจึงใช้ Prospective P/E Ratio ที่ 15 เท่า และประเมินกำไรต่อหุ้น (EPS) ปี 62 ที่ 0.33 บาท ได้ราคาเหมาะสมที่ 5.00 บาทต่อหุ้น และคาดหวังอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 3.3%ต่อปี

Financial Highlight					
Balance Sheet (Btm)	**58A**	**59A**	**60A**	**61E**	**62E**
Cash	1	29	11	506	593
Account Receivables	36	64	196	159	257
Inventorys	0	59	16	42	69
Other current assets	14	103	96	15	24
Current assets	51	254	320	722	943
Non-current assets	79	71	80	141	181
Total assets	131	325	400	863	1124
Current liabilities	65	161	207	177	286
Long-term liabilities	8	9	5	4	3
Total liabilities	73	170	213	181	289
Paid-up, prem share & others	0	169	169	619	619
Retained earnings	0	-14	18	63	216
Minorities Interest	58	0	0	0	0
Equity	58	155	187	682	835
P&L (Btm)	**58A**	**59A**	**60A**	**61E**	**62E**
Sales	365	490	615	869	1,408
Cost of sales	288	412	501	716	1,171
Gross profits	77	78	113	153	237
Other Revenues	4	5	2	2	0
Selling & admin exp.	62	35	29	40	44
EBIT	20	48	87	114	193
Interest exp.	1	1	1	2	2
EBT	19	47	85	112	191
Taxes	-10	-10	-18	-22	-38
Minorities interest	0	1	2	3	4
Net profits	9	37	68	90	153
EBITDA	24	53	93	122	201
Fully Diluted EPS (Bt)	0.02	0.08	0.15	0.20	0.33
Cashflow projection (Btm)	**58A**	**59A**	**60A**	**61E**	**62E**
EBIT(1-t)	23	56	102	135	229
Dep. & Amortization	4	6	7	7	8
Change in net working capital	N/A	61	-120	82	3
Capital expenditure	N/A	-7	-11	-6	-6
Firm free cashflow	N/A	116	-22	219	234
Cashflow projection (Btm)	**58A**	**59A**	**60A**	**61E**	**62E**
Gross profit margin	21.2%	15.9%	18.5%	17.6%	16.8%
Net profit margin	2.5%	7.5%	11.0%	10.3%	10.8%
Current ratio (x)	0.8	1.6	1.5	4.1	3.3
Times interest earned (x)	26.9	69.3	75.7	60.9	100.5
Debt to Equity (x)	1.3	1.1	1.1	0.3	0.3
ROA	8%	12%	17%	15%	14%
ROE	16%	24%	36%	21%	18%
Trends (%)		**59A**	**60A**	**61E**	**62E**
Sales growth		34%	26%	41%	62%
Expense growth		50%	49%	175%	40%
EBIT growth		139%	82%	32%	69%
Net Profit growth		295%	85%	33%	70%
EBITDA Margin		11%	15%	14%	14%
EPS growth		295%	85%	33%	70%
Quarterly performance (Btm)				**6M60**	**6M61**
Sales				262	353
Cost of sales				216	295
Selling & admin exp.				14	18
Interest exp.				1	1
Taxes				-7	-8
Net profits				25	38

Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated

Business Highlight