

# TIGER (TIGER TB)

บมจ. ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
--	--	3.65	4.65	+ 27.3%	N/A	N/R

### Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	TIGER
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	122.28
ราคาเสนอขาย (บาท)	3.65
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	10-12 ต.ค. 2018
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	24 ต.ค. 2018
ที่ปรึกษาทางการเงิน	KTBST
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	KTBST
Sector	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

### Consolidated earnings

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	31	66	89	144
Net profit	37	68	89	144
Normalized EPS (Bt)	0.09	0.20	0.19	0.31
% growth Y-Y	522.3	110.2	-1.2	61.5
EPS (Bt)	0.11	0.20	0.19	0.31
% growth Y-Y	294.5	84.8	-3.5	61.5
Dividend/share (Bt)	0.00	0.11	0.10	0.16
BV/share (Bt)	0.46	0.55	1.43	1.59
EV/EBITDA (x)	33.9	20.1	12.3	8.5
PER (x) - Normalized	39.1	18.6	18.9	11.7
PER (x)	33.6	18.2	18.9	11.7
PBV (x)	8.0	6.6	2.5	2.3
Dividend yield (%)	0.0	2.9	2.7	4.3
ROE (%) - Normalized	29.6	38.7	25.9	20.7
no. of shares (million)	337.7	337.7	460.0	460.0
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้น IPO ของบริษัท ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Jitra Amornthum Register No.: 014530

Assistant Analyst : Thanaphat Sirikul

Tel.: +662 646 9966

email: Jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @fnsyrus

 @fnsyrus

## หุ้นรับเหมาตัวเล็ก เกาะกระแสการลงทุนขนาดใหญ่

TIGER ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรม งานออกแบบวิศวกรรม และออกแบบสถาปัตยกรรมและตกแต่งภายใน มีความเชี่ยวชาญด้านการก่อสร้าง รวมถึงงานสาธารณูปโภค เช่น ระบบไฟฟ้าและประปา การเพิ่มทุน IPO ครั้งนี้จะช่วยเรื่องกระแสเงินสดและเพิ่มความน่าเชื่อถือในการเข้าประมูลงานในอนาคต เราคาดกำไรสุทธิเติบโต 45% CAGR ในช่วงปี 2018-2019 จากฐานกำไรที่ต่ำและงานในประเทศที่มีมากขึ้นตามแผนการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐและเอกชน แต่ความเสี่ยงเรื่องบุคลากรอาจจำกัดการเติบโตของกำไรในอนาคต เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2019 ที่ 4.65 บาท (อิง PE 15 เท่า)

เพิ่มความน่าเชื่อถือ สามารถประมูลงานโครงการที่ใหญ่ขึ้น

TIGER เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นร้อยละ 99% ในบริษัท TEC ซึ่งดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรม งานออกแบบวิศวกรรมและออกแบบสถาปัตยกรรมและตกแต่งภายใน (Construction Contractor – Build & Design) นอกจากนี้ TEC ยังถือหุ้นใน 1. TEA ที่ทำธุรกิจออกแบบ ผลิต พร้อมติดตั้งอุปกรณ์สำหรับงานสถาปัตยกรรมจากกระจกและอลูมิเนียมที่ต้องใช้ความเชี่ยวชาญทางด้านวิศวกรรม และ 2. TEM รับออกแบบ ผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้งจัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่นๆ ทั้งสองบริษัทมีหน้าที่สนับสนุนธุรกิจรับเหมาก่อสร้างและเพิ่มมูลค่าให้กับงาน การ IPO ครั้งนี้จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับบริษัทในการขยายงาน และช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือในการประมูลงานโครงการที่ใหญ่ขึ้น ทำให้มีโอกาสขยายฐานลูกค้าให้กว้างขึ้นได้มากกว่าปัจจุบันที่พึ่งพาลูกค้าเพียงไม่กี่ราย

### เกาะกระแสการลงทุนจากทั้งภาครัฐและเอกชน

หลังแบงก์ชาติปรับตัวเลขคาดการณ์ GDP ของไทยปี 2018-19 ขึ้นเป็น 4.4% และ 4.2% โดยเฉพาะจากการลงทุนภาครัฐและเอกชน จะยังเป็นปัจจัยช่วยหนุนให้ตลาดรับเหมาก่อสร้างกลับมาคึกคักอีกครั้ง โดยเฉพาะการลงทุนขนาดใหญ่ที่จะช่วยเพิ่มขีดความสามารถให้กับประเทศไทยได้ในระยะยาว เช่น รถไฟฟ้า รถไฟทางคู่ รถไฟเชื่อม 3 สนามบิน SEZs และ EEC ที่ส่งผลไปถึงภาคการท่องเที่ยวของไทย ที่ขยายตัวได้ดีอยู่แล้วให้ยังคงเติบโตต่อไปได้อีกในอนาคต อย่างไรก็ตาม แม้จำนวนโครงการที่เพิ่มมากขึ้นจะช่วยเพิ่มโอกาสในการประมูลงานของ TIGER ให้มากขึ้น แต่ก็จะมีพร้อมความเสี่ยงเรื่องการขาดแคลนวิศวกร แรงงานและมีโอกาสถูกแย่งบุคลากรจากบริษัทที่ใหญ่กว่าที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า

### คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโต 45% CAGR ในช่วง 2018-2019

เราคาดกำไรสุทธิปี 2018-2019 จะเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 45% CAGR เนื่องจากฐานของกำไรที่ยังต่ำอยู่ โดยคาดกำไรทั้งปี 2018 ที่ 89 ลบ. (+31% Y-Y) จาก Backlog ที่มีอยู่แล้วในมือ ส่วนในปี 2019 เราคาดกำไรสุทธิจะอยู่ที่ 144 ลบ. (+61%) จากงานที่มีในมือแล้วราวครึ่งหนึ่ง และที่เหลือจากโอกาสในการชนะงานประมูลใหม่ที่มีออกมามากขึ้น

### ประเมินราคาเหมาะสม ปี 2019 ที่ 4.65 บาท

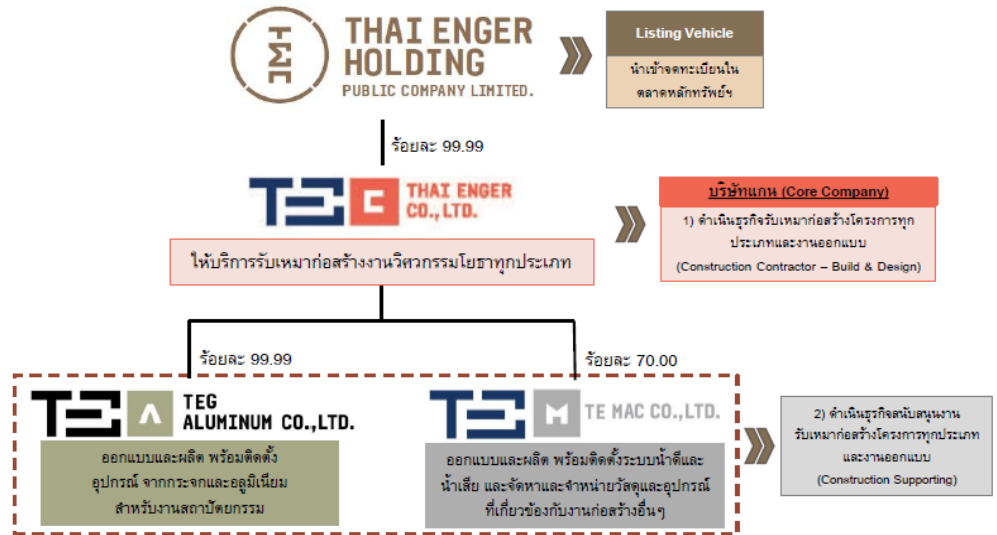
เราประเมินราคาเหมาะสมของ TIGER ด้วย Forward PE ปี 2019 ที่ 15 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 4.65 บาท โดยเราให้ PE ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมย้อนหลัง 3 ปีที่ประมาณ 20 เท่า เนื่องจาก Backlog ที่มีไม่มาก และ TIGER ยังต้องพิสูจน์ว่าจะสามารถขยายฐานลูกค้าพร้อมกับรักษาวิศวกรของบริษัทเอาไว้ได้

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**รับเหมาก่อสร้างโครงการทุกประเภทและงานออกแบบ (Construction Contractor – Build & Design)**

บริษัท ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (TEH) / TIGER เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นร้อยละ 99.99% ในบริษัท ไทย อิงเกอร์ จำกัด (TEC) ซึ่งดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรม รวมถึงงานออกแบบวิศวกรรมและออกแบบสถาปัตยกรรมและตกแต่งภายใน ที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างอาคารและระบบสาธารณูปโภค โดยบริษัทมีความเชี่ยวชาญทางด้าน 1. งานก่อสร้าง รีสอร์ทหรือโรงแรมบนพื้นที่ที่มีภูมิประเทศ และภูมิอากาศที่เป็นอุปสรรคแก่การก่อสร้าง เช่น ทะเล หรือเกาะ 2. การวางระบบท่อส่งน้ำ การติดตั้งระบบสูบน้ำดิบและระบบผลิตน้ำประปาในนิคมอุตสาหกรรมและสถานีผลิต สูบน้ำประปา นอกจากนี้ TEC ยังมีอีก 2 บริษัทย่อย ซึ่งประกอบธุรกิจสนับสนุนธุรกิจงานรับเหมาก่อสร้างโครงการทุกประเภทและงานออกแบบ ได้แก่ 1.TEA เป็นผู้ออกแบบ ผลิตและติดตั้งกระจกและอลูมิเนียมสำหรับงานสถาปัตยกรรม และ 2.TEM เป็นผู้ออกแบบ ผลิตและติดตั้งระบบน้ำดีน้ำเสียและจำหน่ายวัสดุอุปกรณ์ก่อสร้างอื่นๆ เช่น เครื่องสุขภัณฑ์และกระเบื้องปูพื้น ซึ่งปัจจุบัน ลูกค้าหลักของทั้งสองบริษัทยังคงมาจาก TEC เป็นส่วนใหญ่ แต่ทั้งนี้ ผู้บริหารมีแผนที่จะขยายงานไปสู่ลูกค้าทั่วไปมากขึ้น

**โครงสร้างการถือหุ้นของ TEH**



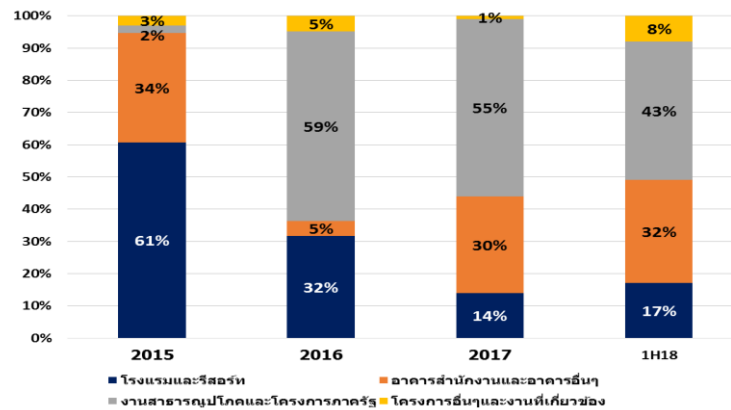
Source: TIGER

โครงสร้างรายได้ของ TEC ที่รับรู้ในช่วงปี 2015-1H18 สามารถแบ่งได้ตามลักษณะโครงการก่อสร้างได้เป็น 4 ประเภท ดังนี้

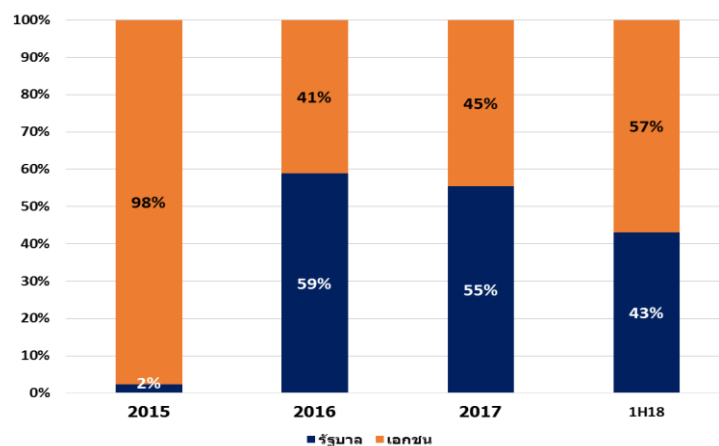
1. งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างโรงแรมและรีสอร์ท
2. งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างอาคารสำนักงานและอาคารอื่นๆ
3. งานให้บริการรับเหมาก่อสร้างงานสาธารณูปโภคและโครงการภาครัฐ
4. งานโครงการอื่นๆและงานที่เกี่ยวข้อง

รายได้หลักของ TIGER มาจากบริษัท TEC ประมาณ 97% โดยถ้าดูจากกราฟด้านล่าง จะเห็นว่าโครงสร้างรายได้ของ TEC มาจากงานด้านรับเหมาก่อสร้างโรงแรม รีสอร์ท รวมถึงงานสาธารณูปโภค ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% หากแบ่งตามชนิดของลูกค้า

**Figure 1: สัดส่วนรายได้ของ TEC แบ่งตามลักษณะโครงการก่อสร้าง**



**Figure 2: สัดส่วนรายได้ของ TEC แบ่งตามประเภทของลูกค้า**



Source: TIGER

**Figure 3: ตัวอย่างโครงการก่อสร้างโรงแรมและรีสอร์ท ในช่วงที่ผ่านมาของ TEC**

ชื่อโครงการ	ลักษณะสิ่งปลูกสร้าง	มูลค่าโครงการตามสัญญาก่อสร้าง (ล้านบาท)	ปีที่ดำเนินการ
1. KC Grande Resort & Spa (เกาะช้าง)	รีสอร์ท	150.00	2555 – 2556
2. Awa Resort (เกาะช้าง)	รีสอร์ท	182.55	2556 – 2557
3. KC Grand Villa	รีสอร์ท	33.37	2558
4. Happy 3 Residence	โรงแรม	23.12	2558 – 2559
5. Golden Sea House	รีสอร์ท	62.00	2558 – 2559
6. Velo Bike Hotel	โรงแรม	84.11	2558 – 2559
7. โรงพยาบาลพิษณุเวช (สร้างอาคารและงานตกแต่งภายใน)	โรงพยาบาล	51.90	2559 – 2561



โครงการ KC Grande Resort & Spa เกาะช้าง จ.ตราด



โครงการ VELO Bike Hotel อ.อรัญประเทศ จ.สระแก้ว ให้บริการก่อสร้างและออกแบบ (Turnkey)

Source: TIGER

**Figure 4: ตัวอย่างโครงการก่อสร้างงานโยธาพิเศษ ระบบสาธารณูปโภค และงานภาครัฐ ของ TEC**

ชื่อโครงการ	ลักษณะสิ่งปลูกสร้าง	มูลค่าโครงการตามสัญญาก่อสร้าง (ล้านบาท)	ปีที่ดำเนินการ
1. โครงการก่อสร้างฝายยาง	ฝายยาง	30.00	2551
2. อาคารเอนกประสงค์เพื่อการกีฬา จ. สระแก้ว	อาคารเอนกประสงค์	23.12	2554 – 2555
3. โครงการอุโมงค์และลานจอดรถ Mega Bangna	ลานจอดรถ	30.00	2555
4. โครงการก่อสร้างขยายการผลิตน้ำประปา	สาธารณูปโภค	644.80	2558 – 2561



โครงการก่อสร้างฝายยาง บ้านลานไผ่ อ.เขาฉกรรจ์ จ.สระแก้ว



โครงการก่อสร้างขยายการผลิตน้ำประปา การประปาส่วนภูมิภาค พระปรัง จ.สระแก้ว

Source: TIGER

**Figure 5: โครงการที่ยังไม่ได้ส่งมอบของ TEC ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2018**

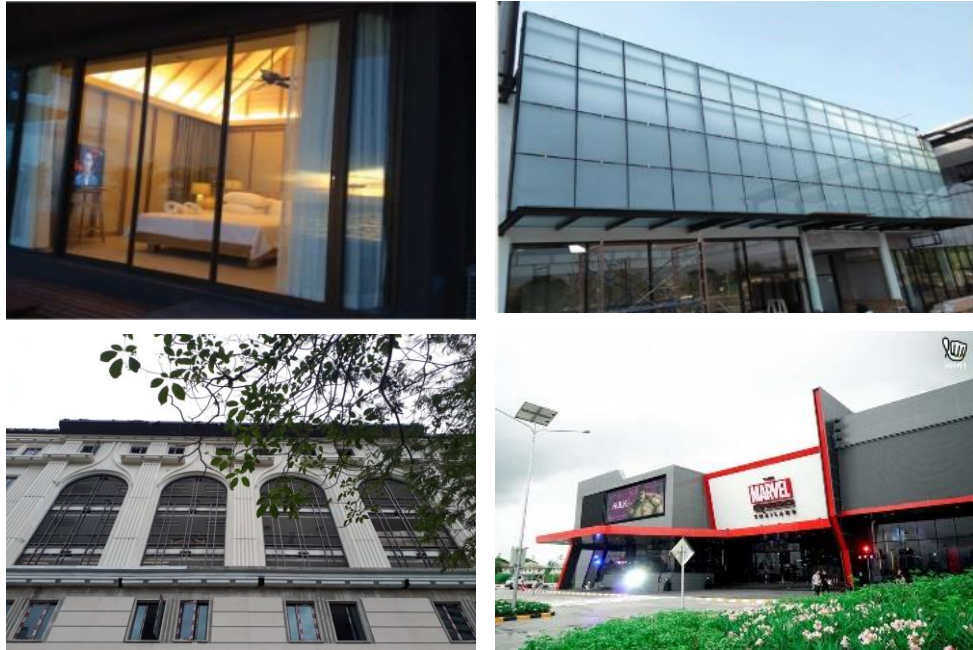
ชื่อโครงการ	เจ้าของโครงการ	ลักษณะโครงการ	มูลค่าตามสัญญาไม่รวมภาษีมูลค่าเพิ่ม (ล้านบาท)	มูลค่างานคงเหลือ (ล้านบาท)
1. งานก่อสร้างโรงงาน ระบบผลิตและจ่ายน้ำประปา อ่างเก็บน้ำพระปรัง จังหวัดสระแก้ว	หจก.เอส.พี.ที ซีวิลกรุ๊ป	โรงงานและระบบผลิตและจ่ายน้ำประปา	644.81	1.94
2. งานก่อสร้างศูนย์ออกกำลังกาย The Boost (Fitness)	บจก.บีบีซี ลิสซิ่ง	อาคารศูนย์ออกกำลังกาย (Fitness)	68.43	7.8
3. งานก่อสร้างโรงแรมลาบาริส (Labaris)	บจก.เดอะ บราเธอร์ส ดีเวลลอปเม้นท์	โรงแรม	263.33	124.04
4. งานก่อสร้างสำนักงานพระราม 9	บจก.ธนบุรีเคหะภัณฑ์	อาคารสำนักงาน	72.00	12.70
5. งานก่อสร้างที่อาคารที่จอดรถชั้นปาร์คกิง (Sun Parking) จำนวน 2 อาคาร (D และ B)	บจก.แม็กฟีวเจอร์	อาคารที่จอดรถ	84.67	8.91
6. งานก่อสร้างและตกแต่งสิงห์ฮาร์ดสเคป (Sigha Hardscape)	บจก.สิงห์ พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	งานถนน งานรั้ว ปูหิน และการตกแต่ง	48.45	33.71
7. งานก่อสร้างพื้นที่นิคมอุตสาหกรรมจังหวัดสระแก้ว	กิจการร่วมค้า เอส.พี.ที พาโซย่า	นิคมอุตสาหกรรม	259.80	148.19
8. งานก่อสร้างคอนโด 8 ชั้น Dolce	บจก.สิริยศ	คอนโด 8 ชั้น	152.34	152.34
9. งานก่อสร้างโรงแรม I-Tara	บจก. รื่นรมย์	โรงแรมและรีสอร์ท	138.00	138.00
10. งานก่อสร้างบิ๊มแก๊สพระราม 9	บจก. ชั้น 168 คอร์ปอเรชั่น	บิ๊มแก๊ส	27.00	27.00
<b>รวม</b>			<b>1,758.83</b>	<b>654.64</b>

Source: TIGER

**ธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งอุปกรณ์สำหรับงานสถาปัตยกรรมจากกระจกและอลูมิเนียม**

TEA ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ TEC ถือหุ้นอยู่ 99.99% ประกอบธุรกิจออกแบบและผลิต รวมทั้งติดตั้งอุปกรณ์สำหรับงานสถาปัตยกรรมและงานตกแต่งจากกระจกและอลูมิเนียมที่ต้องใช้ความเชี่ยวชาญทางด้านวิศวกรรม เช่น งานประตูจากอลูมิเนียม งานหน้าต่างจากอลูมิเนียม ผังกระจก (Glass Curtain Wall) และแผ่นอลูมิเนียมคอมโพสิต (Aluminum Composite Cladding) เป็นต้น

**Figure 6: ตัวอย่างผลงานของ TEA**



Source: TIGER

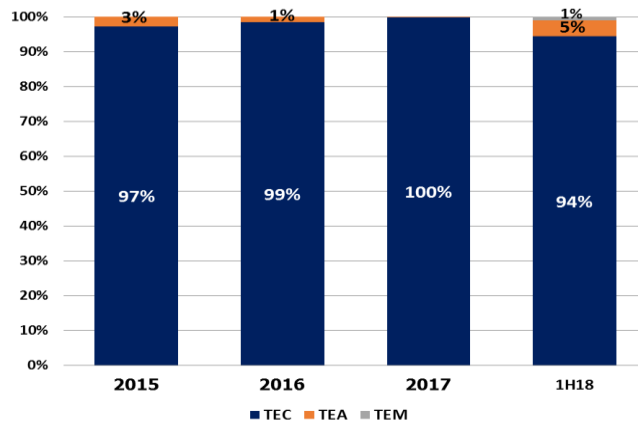
**ธุรกิจออกแบบและผลิต พร้อมติดตั้งระบบน้ำดีและน้ำเสีย รวมทั้งจัดหาและจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างอื่น ๆ**

เพื่อสนับสนุนธุรกิจหลัก กลุ่มบริษัทจึงได้มีการจัดตั้ง TEM ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ TEC ถือหุ้นอยู่ 70% (อีกร้อยละ 30 ถือหุ้นโดยนายวสันต์ เล็กประเสริฐซึ่งเป็นผู้มีประสบการณ์ด้านธุรกิจซื้อขายไปอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับงานก่อสร้างและเป็นบุคคลที่ไม่เกี่ยวข้อง) โดยหน้าที่หลักของ TEM คือการออกแบบพร้อมติดตั้ง และบำรุงรักษาระบบน้ำดี, น้ำเสียและระบบปรับอากาศที่ต้องใช้ความเชี่ยวชาญทางด้านวิศวกรรม โดยปัจจุบัน TEM เป็นผู้ผลิตถึงบำบัดน้ำเสียภายใต้ตราสินค้า FLOW-D นอกจากนี้ TEM ยังดำเนินธุรกิจเป็นตัวแทนในการจัดจำหน่ายวัสดุก่อสร้างบางชนิดบางรุ่น เช่น กระเบื้อง เครื่องสุขภัณฑ์ เคมีภัณฑ์ กาว ยาน้ำ ยาน้ำกันซึม เป็นต้น

**Figure 7: ตัวอย่างผลงานของ TEM**



**Figure 8: สัดส่วนรายได้รวมของบริษัท แบ่งตามประเภทธุรกิจ**



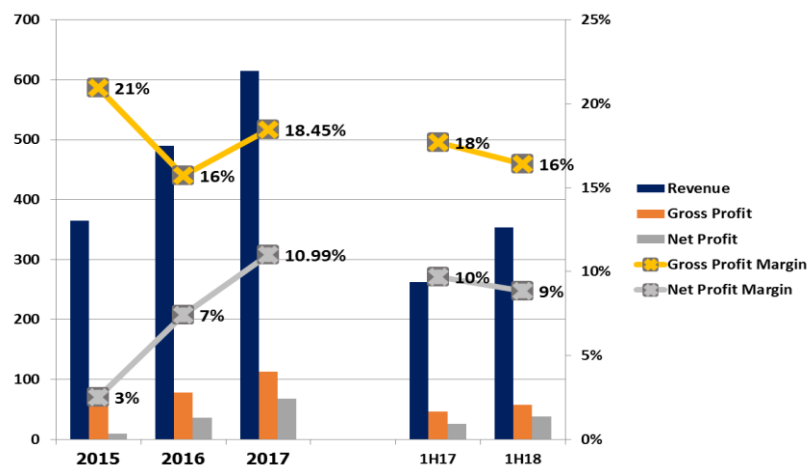
Source: TIGER

### ผลการดำเนินงานในอดีต

รายได้ของ TIGER ตั้งแต่ปี 2015 – 1H18 เติบโตในอัตราเฉลี่ย 31% ต่อปี เนื่องจาก 1. ฐานรายได้ต่ำเนื่องจากยังเป็นบริษัทขนาดเล็กและ 2. บริษัทสามารถชนะการประมูลโครงการก่อสร้างและขยายการผลิตน้ำประปาในปี 2015 ที่มีมูลค่าโครงการประมาณ 650 ลบ. ซึ่งถือว่าสูงเมื่อเทียบกับโครงการก่อสร้างโรงแรมและรีสอร์ทในช่วงก่อนหน้าที่มีมูลค่าโครงการตั้งแต่ 20-180 ลบ. ขณะที่กำไรขั้นต้นเติบโตในอัตรา 24% ต่อปี ลดลงเนื่องจากบริษัทมีการปรับประเภทรายการทางบัญชีจำนวน 9.7 ลบ. (หลักๆ คือเงินเดือนวิศวกรหัวหน้าโครงการและค่าไฟฟ้าที่ใช้ในแต่ละโครงการจากในส่วนของค่าใช้จ่ายขายและบริหาร เป็นต้นทุนค่าบริการ) หากหักรายการดังกล่าวออกไป กำไรขั้นต้นยังคงเติบโตได้ดีใกล้เคียงกับการเติบโตของรายได้ แม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงเล็กน้อยเนื่องจากสัดส่วนรายได้จากโครงการภาครัฐและสาธารณูปโภคที่มีมาร์จิ้นต่ำกว่ามีสัดส่วนที่มากขึ้น ในส่วนของกำไรสุทธิเติบโตในอัตราเฉลี่ยราว 130% ต่อปี จากค่าใช้จ่ายขายและบริหารและค่าใช้จ่ายทางการเงินไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนักเมื่อเทียบกับขนาดของงานที่ใหญ่ขึ้น ทำให้อัตรากำไรสุทธิต่อรายได้เพิ่มขึ้นจากปี 2015-1H18 ที่ 3% เป็นราว 10% ใน 1H18

ฐานะทางการเงินของบริษัท ส่วนใหญ่ทรัพย์สินของบริษัทกว่า 50% อยู่ในรูปของลูกหนี้การค้าที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างซึ่งถือเป็นเรื่องปกติของธุรกิจ ส่งผลให้ในช่วงที่ผ่านมาแม้ว่าจะกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก่อนการเปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินและหนี้สินของบริษัทจะเติบโตได้เป็นอย่างดี แต่ถ้ามองการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าที่เพิ่มขึ้นมากตามรายได้ที่เพิ่มขึ้น จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทไม่คล่องตัวนัก ซึ่งทำให้ TIGER จำเป็นต้องไปใช้เงินกู้ระยะสั้นมากขึ้น ทำให้ความเสี่ยงสูงขึ้น มีค่าใช้จ่ายทางการเงินมากขึ้นและเป็นอุปสรรคในการเติบโตในระยะยาว

**Figure 9: ผลการดำเนินงานย้อนหลัง**



Source: TIGER

\* หมายเหตุ 1. ในปี 2016 มีการปรับประเภทรายการทางบัญชีจำนวน 9.7 ลบ. จากค่าใช้จ่ายในการบริหารมาเป็นต้นทุนขาย  
2. กำไรงวด 3 เดือนแรกของปี 2018 ไม่รวมกำไรสุทธิจากเงินปันผลจ่ายจากบริษัทย่อยที่ได้ถูกขายไปใน 2Q18 หากรวมเงินปันผลดังกล่าวจะมีกำไรสุทธิ 42.4 ลบ.

**ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต**

**เกาะกระแสการลงทุนไปกับการลงทุนภาครัฐและเอกชนในช่วง 3 ปีข้างหน้า**

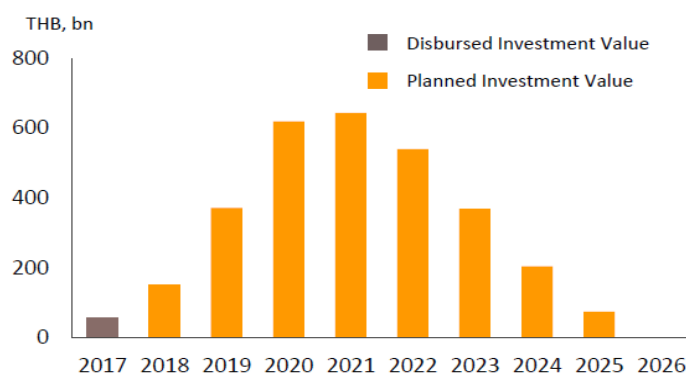
จากตัวเลขการคาดการณ์ GDP ของไทยปี 2019 ของธนาคารแห่งประเทศไทย จะเห็นได้ว่าการปรับตัวเลขการลงทุนของภาคเอกชนขึ้นจาก 3.6% เป็น 4.4% และการลงทุนภาครัฐจาก 3.4% เป็น 6.5% ส่งสัญญาณว่าประเทศไทยกำลังเริ่มนับหนึ่งการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ ซึ่งถือเป็นแผนการลงทุนขนาดใหญ่จากภาครัฐนับตั้งแต่โครงการ Eastern Seaboard เพื่อพัฒนาขีดความสามารถของไทยหลังจากที่แผ่รอมมาอย่างยาวนาน เห็นได้จากโครงการขนาดใหญ่ๆ ทั้งโครงการรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ รถไฟฟ้าทางคู่ รถไฟฟ้าเชื่อม 3 สนามบิน เพื่อพัฒนาระบบโลจิสติกส์ของประเทศเพื่อให้สามารถแข่งขันกับสากลได้ หรือโครงการ Special Economic Zones และ Eastern Economic Corridor ที่จะช่วยพัฒนาสินค้าของไทยให้เกิด New S-Curve ใหม่แก่ประเทศ ปัจจุบันเราเริ่มเห็นการลงทุนในสินค้าวัตถุดิบต้นน้ำอย่างพลังงานและปิโตรเคมีคอลส์ของกลุ่ม PTT ซึ่งเป็นการวาง Backbone ที่สำคัญในการต่อยอด 10 กลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมายใน EEC ตัวอย่างเช่น ยานยนต์สมัยใหม่ การบิน อิเล็กทรอนิกส์อัจฉริยะและเครื่องจักรอัตโนมัติ เป็นต้น ขณะเดียวกันการนำร่องลงทุนของภาครัฐเองยังช่วยให้เอกชนทั้งไทยและต่างประเทศมีความเชื่อมั่นที่จะลงทุนตามมากมากขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของภาคอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนิคมอุตสาหกรรม ที่อยู่อาศัย รวมไปถึงภาคการโรงแรมและรีสอร์ทเพื่อรองรับจำนวนคนและบริษัทที่มากขึ้นตามมา นอกเหนือจากนี้ กลุ่มการท่องเที่ยวของประเทศไทยเองก็ยังมีปัจจัยบวกเฉพาะตัวจากแผนพัฒนาแหล่งท่องเที่ยวเมืองรอง แผนพัฒนาแหล่งท่องเที่ยวชายฝั่งตะวันออก และแผนพัฒนาแหล่งท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ ซึ่งถือว่าสอดคล้องไปกับตัวเลขคาดการณ์การขยายตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติเฉลี่ยที่ 9% ต่อปี และจากนักท่องเที่ยวภายในประเทศเองที่ 5% ต่อปี ไปจนถึงปี 2020 โดยเมื่อเทียบกับประเทศในแถบ ASEAN ด้วยกัน ประเทศไทยเองยังถือว่ามีความสามารถในการแข่งขันด้านการท่องเที่ยวที่สูง เป็นรองเพียงสิงคโปร์และมาเลเซีย แต่มีราคาที่พักที่ประหยัดกว่าและมีความหลากหลายของแหล่งท่องเที่ยวที่ไม่เป็นรองใคร

**Figure 10: ตัวเลขคาดการณ์เศรษฐกิจไทย**

(% YoY)	2560*	2561		2562	
		มี.ค. 61	มิ.ย. 61	มี.ค. 61	มิ.ย. 61
อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ	3.9	4.1	4.4	4.1	4.2
- การบริโภคภาคเอกชน	3.2	3.3	3.7	3.3	3.6
- การลงทุนภาคเอกชน	1.7	3.0	3.7	3.6	4.4
- การอุปโภคภาครัฐ	0.5	2.9	2.7	3.3	2.9
- การลงทุนภาครัฐ	-1.2	9.5	8.9	3.4	6.5
- ปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการ	5.5	5.2	5.5	3.6	3.8
- ปริมาณการนำเข้าสินค้าและบริการ	6.8	5.5	6.3	3.7	3.8
ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ)	48.1	42.2	40.0	39.5	36.0
- มูลค่าการส่งออกสินค้า	9.7	7.0	9.0	3.6	5.0
- มูลค่าการนำเข้าสินค้า	14.4	11.5	14.7	5.4	6.9
- จำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ (ล้านคน)	35.4	37.6	38.3	39.0	40.0

Source: Bank of Thailand

**Figure 11: แผนการลงทุนโครงการขนาดใหญ่ระหว่างปี 2017-2026**



Source: กระทรวงคมนาคม

**Figure 12: ปัจจัยด้านความสามารถในการแข่งขันด้านการท่องเที่ยว**

ประเทศ	ดัชนีราคาโรงแรม	จำนวนห้อง (ห้อง/ประชากร 100 คน)	ทรัพย์สินทางธรรมชาติ	โครงสร้างพื้นฐานทางด้านการให้บริการด้านการท่องเที่ยว
ไทย	35	39	7	16
มาเลเซีย	18	35	28	46
สิงคโปร์	96	29	103	24
ฮ่องกง	91	26	49	60
เวียดนาม	53	74	34	113

Source: WEF (The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017, จากการสำรวจ 136 ประเทศ)

หมายเหตุ: โครงสร้างพื้นฐานทางด้านการให้บริการด้านการท่องเที่ยว ประกอบด้วย 1) จำนวนห้องโรงแรม 2) คุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานด้านการท่องเที่ยว 3) จำนวนบริษัทหลักที่ให้บริการเช่ารถ 4) จำนวนตู้ ATM ต่อประชากรผู้ใหญ่

**ประโยชน์ที่ได้รับจากการ IPO**

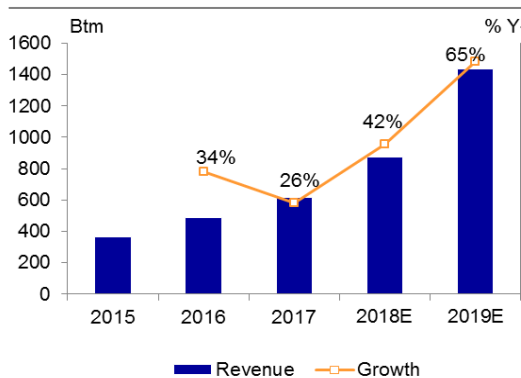
เรามองว่าการจดทะเบียนในตลาด MAI ครั้งนี้จะช่วยให้บริษัทได้ประโยชน์ดังนี้

1. เพิ่มความน่าเชื่อถือให้ ทำให้สามารถเข้าร่วมประมูลงานที่มีขนาดใหญ่ขึ้นและได้รับความไว้วางใจจากลูกค้ามากขึ้น ทำให้มีโอกาสขยายงานไปสู่กลุ่มลูกค้าที่ Premium ขึ้น
2. ไม่จำเป็นต้องใช้เงินกู้ในการขยายงาน ทำให้บริษัทลดภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ไม่จำเป็นลง หรือถ้าจะกู้ ก็น่าจะได้อัตรดอกเบี้ยที่ถูกลงตามความน่าเชื่อถือที่มากขึ้น
3. ช่วยลดข้อจำกัดทางด้านเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะจำนวนลูกหนี้การค้าที่เพิ่มขึ้นตามขนาดของรายได้ที่สูงขึ้น ดังนั้นการได้เงินทุนหมุนเวียนมาจากการระดมทุนครั้งนี้จะช่วยให้บริษัทสามารถขยายงานและเติบโตได้ในระยะยาว

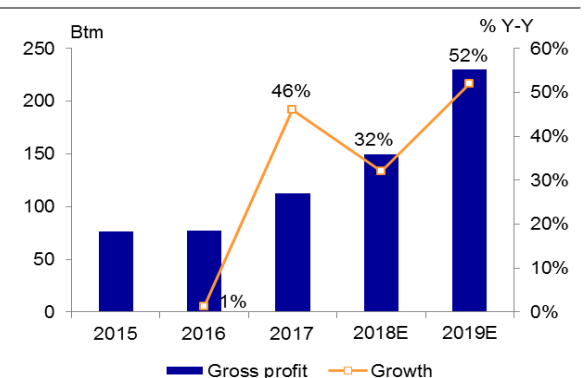
**คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโต 45% ต่อปี ในช่วงปี 2018-2019**

จากจำนวนงานก่อสร้างและประมูลทั้งภาครัฐและเอกชนที่เพิ่มมากขึ้นกว่า 9% และ 6% ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า จะทำให้บริษัทได้งานมากขึ้นตาม ทำให้เราคาดว่ารายได้ในปี 2018-19 จะเติบโตเฉลี่ยประมาณ 53% มาอยู่ที่ 872 และ 1,437 ลบ. ตามลำดับ จาก Backlog ที่มีอยู่แล้วครั้งหนึ่ง และที่เหลือจากโอกาสในการชนะการประมูลโครงการในอนาคตที่มีออกมาเพิ่มขึ้นจากทั้งภาครัฐและเอกชน แม้เราจะปรับลด Gross Profit Margin ลงจากต้นทุนวิศวกรและค่าจ้างผู้รับเหมานอกที่อาจเพิ่มขึ้น แต่ Net Profit Margin ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 10% เนื่องจาก SG&A และ ค่าใช้จ่ายทางการเงินไม่ได้เพิ่มขึ้นตามจากผลของ Economy of scale ที่ได้รับเมื่อบริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิของ TIGER ในปี 2018-19 จะอยู่ที่ 89 -144 ลบ. ตามลำดับ หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยที่ 45% ต่อปี ซึ่งถือว่าเป็นตัวเลขที่สูงเนื่องจากฐานที่ยังเล็กมากอยู่

**Figure 13: ประมาณการรายได้**



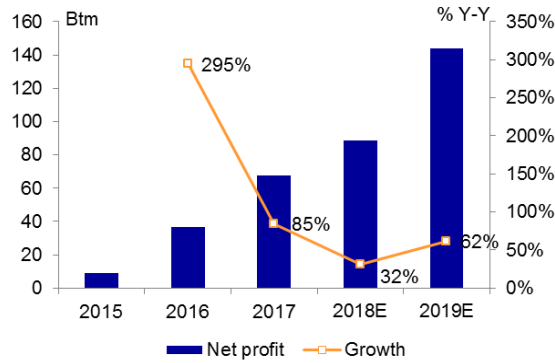
**Figure 14: ประมาณการกำไรขั้นต้น**



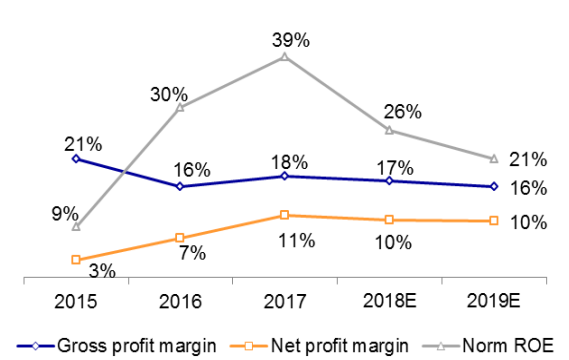
Source: Company data, Finansia Research



**Figure 15: ประมาณการกำไรสุทธิ**



**Figure 16: Net Profit & Gross Profit Margin และ ROE**

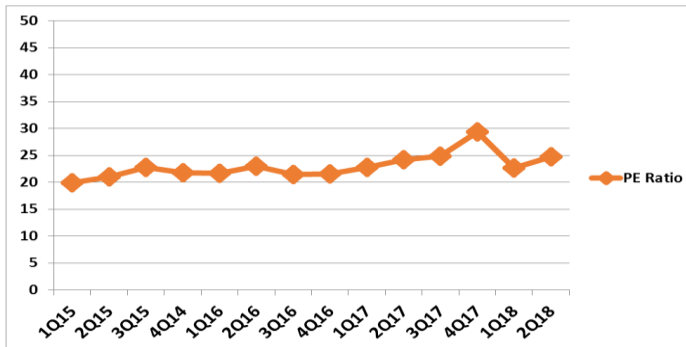


Source: Company data, Finansia Research

**ประเมินมูลค่าเหมาะสม**

เราประเมินมูลค่าหุ้น TIGER ด้วยวิธี PE Ratio ตามลักษณะของกลุ่มรับเหมาก่อสร้างที่มีรายได้ผันผวน โดยให้ PE ที่เหมาะสมที่ 15 เท่า และได้ราคาตามปัจจัยพื้นฐานปี 2019 ที่ 4.65 บาท/หุ้น ซึ่งต่ำกว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มรับเหมาก่อสร้างในช่วง 3 ปีย้อนหลังที่ประมาณ 20 เท่า เนื่องจากความเสี่ยงด้านการชะงักการประมูลงานในอนาคตที่ยังไม่แน่นอน และชื่อเสียงของบริษัทเองที่ยังต้องใช้เวลาพิสูจน์ว่าสามารถขยายฐานลูกค้าออกไปมากกว่าเดิมได้ อย่างไรก็ตาม หากเทียบกับบริษัทที่คล้ายกันที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์อย่าง SYNTEC (Forward PE 9 เท่า) และ CRD (Forward PE 12 เท่า) เหตุผลที่เราให้ PE สูงกว่าเนื่องจาก TIGER มีโอกาสเติบโตมากกว่า SYNTEC จากฐานกำไรที่ยังเล็ก โดยอ้างอิงจากอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิของปี 2018-19 ของ TIGER ที่ 45% (Vs. SYNTEC ที่ -13%) และมากกว่า CRD เนื่องจากอัตราส่วนการทำกำไรของ TIGER สูงกว่า CRD โดย TIGER มี Gross Profit Margin, Net Profit Margin และ ROE ที่ 17%, 10% และ 23% ตามลำดับ (Vs. CRD 9%, 3.5% และ 9%)

**Figure 17: Construction Historical PE Ratio**



**Figure 18: Valuations**

	Market Cap (Mn.) THB	P/E	P/B	Dividend Yield	ROE
CH Kamchang PCL	45,735	23.5	2.0	1.7	7.5
Sino-Thai Engineering & Constr	37,975	--	4.0	--	(5.1)
Italian-Thai Development PCL	16,050	44.7	1.2	--	2.7
Syntec Construction PCL	6,080	8.1	1.2	4.5	14.9
SEAFCO PCL	5,918	19.7	4.2	1.8	20.4
Pylon PCL	5,212	19.7	6.2	2.1	16.2
TTCL PCL	6,098	--	1.4	--	(2.4)
Sriracha Construction PCL	4,338	--	2.7	1.4	(3.2)
TRC Construction PCL	2,958	20.0	1.1	0.4	1.1
Meta Corp PCL	2,678	--	1.3	--	(4.8)
SCI Electric PCL	2,325	--	1.2	1.6	0.8
Nawarat Patanakarn PCL	2,224	--	0.6	--	(3.4)
Christiani & Nielsen Thai	2,734	--	1.6	3.8	(3.2)
Thai Polycons PCL	1,718	--	1.2	1.7	14.3
TEAM Consulting Engineering &	1,591	11.3	2.4	3.2	26.2
Chiang Mai Rimdoi	540	11.9	1.2	3.8	12.8
<b>Average</b>		<b>19.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>5.9</b>

Source: Bloomberg

**โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล**

TIGER มีทุนจดทะเบียน 230 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 168.86 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 337.72 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 122.28 ล้านหุ้น แก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเท่ากับ 230 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 460 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

TIGER มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนครั้งนี้เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการของ TEC TEA และ TEM

**โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่**

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. นายจตุรงค์ ศรีกุลเรืองโรจน์	58.80%	43.17%
2. นายกิตติ ดุษฎีพฤทธิพันธ์	39.20%	28.78%
3. นายอรรถวุฒิ สกนธวัฒน์	2.00%	1.47%
รวมผู้ถือหุ้นเดิม	100.00%	73.42%
ประชาชนทั่วไป	-	26.58%
<b>จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)</b>	<b>337.72</b>	<b>460.00</b>

Source: TIGER

**นโยบายการจ่ายปันผล**

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 30% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล ทุนสำรองตามที่กฎหมายกำหนด และภาระผูกพันตามเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ ทั้งนี้อัตราการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลงไปจากที่กำหนดไว้ โดยขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน กระแสเงินสด ความจำเป็นในการลงทุน เงื่อนไขและข้อกำหนดตามที่กำหนดไว้ในสัญญาเงินกู้ยืม และความเหมาะสมอื่น ๆ ในอนาคตของบริษัท

**ความเสี่ยง**

**ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากร**

เนื่องจากการขยายการประมูลไปในโครงการที่ใหญ่ขึ้นจำเป็นต้องใช้วิศวกรจำนวนมาก การขยายทีมงานที่มีอยู่ในปัจจุบันให้ทันกับงานที่เพิ่มขึ้น จะเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะทำให้บริษัทไม่สามารถประมูลงานได้มากเท่าที่ต้องการ นอกจากนี้ การที่บริษัทไม่ได้มีคณาจารย์ก่อสร้างเป็นของตัวเอง แม้จะช่วยลดต้นทุนคงที่ลง แต่ถ้านในอนาคตเกิดการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น บริษัทอาจสูญเสียคนไปให้กับบริษัทคู่แข่งที่ใหญ่กว่าและมีอำนาจต่อรองมากกว่า

**ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมและความต่อเนื่องของรายได้**

ธุรกิจก่อสร้างเป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง ปัจจุบันมีผู้รับเหมาในตลาดอยู่เป็นจำนวนมากทั้งรายเล็ก รายกลาง และรายใหญ่ เป็นผลให้ TEC ต้องเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรง นอกจากนี้การแข่งขันที่รุนแรงอาจทำให้เกิดการแข่งขันด้านราคาที่ทำให้มีผลกระทบต่อรายได้และมาร์จิ้นของบริษัทได้

**ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้าราย**

รายได้ของ TEC ในช่วงปี 2015-1H18 มาจากลูกค้า 5-6 รายแรกที่ 20.49% 69.26% 62.24% และ 40.74% ตามลำดับ ซึ่งจะเห็นได้ว่าเป็นสัดส่วนที่สูง ดังนั้นหากลูกค้าเหล่านี้ไม่มีการซื้อซ้ำ หรือบริษัทไม่สามารถขยายฐานลูกค้าให้กว้างขึ้นได้ จะกระทบต่อรายได้ของ TEC อย่างมีนัยสำคัญ

**ข้อพิพาททางกฎหมายในปัจจุบัน**

ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2561 TEC ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ TIGER มีข้อพิพาททางกฎหมายที่ยังไม่สิ้นสุดที่อาจมีผลกระทบต่อสินทรัพย์ ที่มีจำนวนสูงกว่าร้อยละ 5 ของส่วนของผู้ถือหุ้น จำนวน 1 กรณี ซึ่งมีสินทรัพย์ที่เรียกกรองจำนวน 29.91 ลบ. โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างคำตัดสินของศาลฎีกา หลังศาลชั้นต้นและศาลอุทธรณ์ต่างยกคำฟ้อง

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Revenue	365	490	615	872	1,437
Cost of sales	288	412	501	722	1,206
Gross profit	77	78	113	150	231
SG&A	62	35	28	35	44
Operating profit	16	43	85	115	188
Other income	4	5	2	0	0
EBIT	20	48	87	115	188
EBITDA	24	54	94	125	203
Interest charge	1	1	2	2	4
Tax on income	10	10	18	24	40
Earnings after tax	9	37	68	89	144
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized profit	5	31	66	89	144
Extraordinary items	4	5	2	0	0
Net profit	9	37	68	89	144

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Profit Before Tax	19	47	85	113	184
Depre. & amortization	4	6	7	11	15
Change in working capital	15	9	-77	-89	-127
Other adjustments	-11	-10	-18	-29	-43
Cash flow from operations	27	51	-3	6	28
Capital expenditure	-5	-7	-15	-30	-45
Others	-7	9	4	0	0
Cash flow from investing	-11	2	-11	-30	-45
Free cash flow	15	53	-15	-24	-17
Net borrowings	-3	-2	37	0	0
Equity capital raised	1	10	0	428	0
Dividends paid	0	0	-36	-45	-72
Others	-13	-34	-3	0	2
Cash flow from financing	-15	-26	-3	383	-69
Net change in cash	1	27	-17	359	-86

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Cash and equivalents	1	29	11	371	284
Investment	0	86	86	86	86
Accounts receivable	36	43	140	203	327
Accrued revenue	0	21	56	79	131
Inventory	0	59	16	36	72
Other current assets	14	16	10	12	15
Total current assets	51	254	320	788	914
Insurance retention	31	11	13	18	19
PPE	37	44	55	74	105
Other non-current assets	11	16	12	12	12
Total non-current assets	79	71	80	105	136
Total assets	131	325	400	892	1,050
Short-term loans	5	0	20	20	20
Accounts payable	24	114	66	97	144
Other current liabilities	36	48	120	110	149
Total current liabilities	65	161	207	227	313
Long-term loans	4	2	0	0	0
Other LT liabilities	4	8	5	5	6
Total non-current liab.	8	9	5	6	6
Total liabilities	73	170	213	233	319
Registered capital	0	169	169	230	230
Paid-up capital	0	169	169	230	230
Share premium	0	0	0	367	367
Legal reserve	0	0	2	2	2
Retained earnings	0	0	30	75	146
Others	0	-14	-14	-14	-14
Minority Interests	58	0	0	0	0
Shareholders' equity	58	155	187	660	731

Important Ratios (Consolidated)					
	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	nm	34.1	25.5	41.8	64.8
EBITDA	nm	124.0	74.4	34.0	61.4
Net profit	nm	294.5	84.8	31.5	61.5
Normalized earnings	nm	522.3	110.2	34.5	61.5
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	21.2	15.9	18.5	17.2	16.1
EBITDA margin	6.6	11.0	15.2	14.4	14.1
EBIT margin	5.4	9.8	14.1	13.2	13.1
Normalized profit margin	1.4	6.4	10.8	10.2	10.0
Net profit margin	2.5	7.5	11.0	10.2	10.0
Normalized ROA	3.9	13.8	18.3	13.8	14.8
Normalize ROE	8.8	29.6	38.7	25.9	20.7
Normalized ROCE	30.2	41.6	48.7	26.8	26.8
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.26	1.10	1.14	0.35	0.44
Net D/E	1.24	0.36	0.61	-0.34	-0.07
Debt/EBITDA	3.04	3.17	2.27	1.85	1.57
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.03	0.11	0.20	0.19	0.31
Normalized EPS	0.01	0.09	0.20	0.19	0.31
EBITDA	0.07	0.16	0.28	0.27	0.44
Book value	0.17	0.46	0.55	1.43	1.59
Dividend	0.00	0.00	0.11	0.10	0.16
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	132.7	33.6	18.2	18.9	11.7
Normalized P/E	243.6	39.1	18.6	18.9	11.7
P/BV	21.3	8.0	6.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	73.0	33.9	20.1	12.3	8.5
Dividend yield	0.0	0.0	2.9	2.7	4.3

Source: Company data, FSS research

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา มางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เคียนหวน (ลินธอร์ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชีวะ</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	<b>สาขา อัมดลราฮิม</b> 990 อาคารอัมดลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รัตนวิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
<b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	<b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 2</b> เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
<b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
<b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ต.นครภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	<b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	<b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
<b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	<b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี	

## คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือคิดว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)