



ราคา IPO (บาท)	3.20
ราคาเป้าหมาย 2560	4.50
Upside	40.62%
Dividend Yield	4.02%
Total Return	44.64%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	3,616

สทกลอิควิปเมนต์

ผู้รับเหมาฯ งานเหมืองอันดับหนึ่งของประเทศ

SQ ประกอบธุรกิจบริการงานเหมืองแร่ครบวงจร โดยมีความเชี่ยวชาญในการทำเหมืองถ่านหินแบบบ่อเปิด จุดเด่นคืออยู่ในอุตสาหกรรมที่มีคู่แข่งน้อยราย และมี Backlog เป็นหลักประกันรายได้ช่วง 10 ปีข้างหน้า พร้อมเข้าจดทะเบียนใน SET หวังระดมทุน เพื่อบริหารการดำเนินงานให้เป็นผู้นำในระดับอาเซียน

SQ ผู้รับเหมางานเหมืองถ่านหินอันดับหนึ่งของประเทศ

บมจ.สทกล อิควิปเมนต์ (SQ) ประกอบธุรกิจบริการงานเหมืองอย่างครบวงจร โดยมีความเชี่ยวชาญในการทำเหมืองถ่านหินแบบบ่อเปิด ผลงานหลักได้แก่ โครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 1,2,7 และ 8 ถือเป็นผู้ที่มี Track Record การทำเหมืองถ่านหินแบบบ่อเปิดมากที่สุดในประเทศ จุดแข็งของ SQ คืออยู่ในอุตสาหกรรมที่มีคู่แข่งน้อยราย และมีการรับงานที่มีอายุสัญญายาวเป็นหลักประกันรายได้ที่แน่นอน ปัจจุบันมี Backlog มูลค่า 3.6 หมื่นล้านบาท รองรับการผลิตรายได้ช่วง 10 ปีข้างหน้า

ระดมทุน เสริมสภาพคล่อง รองรับการทำงานโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 8

การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนใน SET มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อระดมทุนสำหรับนำไปซื้อเครื่องจักรที่จะใช้ในโครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 8 รวมถึงใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ภายหลัง IPO ฐานะการเงินจะเข้มแข็งขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดย Net Gearing ลดจาก 2.89 เท่า เหลือเพียง 0.55 เท่า พร้อมเพิ่มศักยภาพ รองรับการทำงานในขนาดทั้งในและต่างประเทศ

คาดการณ์ปี 2560-2562 เติบโตเฉลี่ยปีละ 20%

ปี 2559 จะเห็นกำไรเติบโตอย่างมีนัยสำคัญกว่า 193%YoY หลังเริ่มมีการรับรู้รายได้จากโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 8 และโครงการเหมืองหงสา เข้ามา และการรับรู้รายได้จาก 2 โครงการดังกล่าวที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ SQ มีกำไรที่เติบโตเฉลี่ยปีละ 20% ในช่วงระหว่างปี 2560-2562

ประเมิน Fair Value อิง PER 14 เท่า ให้ราคาเหมาะสม 4.50 บาท

ฝ่ายวิจัยประเมิน Fair Value ของ SQ อิง PER ปี 2560 ที่ 14 เท่า ต่ำกว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่อย่าง ITD,CK,STEC และ UNIQ ที่ซื้อขายบนค่า PER 25-30 เท่า เนื่องจาก SQ มีมูลค่าตลาดที่เล็กกว่ามาก จะให้ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 4.50 บาท มี Upside 40.6% จากราคา IPO ราคาดังกล่าวคิดเป็น PBV สิ้นปี 2559 ที่ 2.29 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย PBV ณ สิ้นปี 2559 ของกลุ่มรับเหมาฯ ที่ 2.22 เท่า และคาดหวัง Dividend Yield ปี 2560 ได้อีก 4.02%

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ	49	89	260	363	418
Norm Profit	49	89	260	363	418
EPS (บาท)	0.10	0.12	0.23	0.32	0.37
DPS (บาท/หุ้น)	0.00	0.00	0.09	0.13	0.15
PER (เท่า)	32.50	27.05	13.89	9.96	8.72
Dividend Yield (%)	0.00%	0.00%	2.88%	4.02%	4.59%
BVS(บาท)	0.78	0.99	1.96	2.19	2.42
PBV (เท่า)	4.11	3.24	1.63	1.46	1.32
EV/EBITDA (X)	5.35	6.64	4.80	6.54	5.70

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประสิทธิ์ รัตนกิจมงคล CFA,CISA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917
prasit.re@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้จัดทำกับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

SQ ผู้รับเหมางานเหมืองอันดับ 1 ของไทย

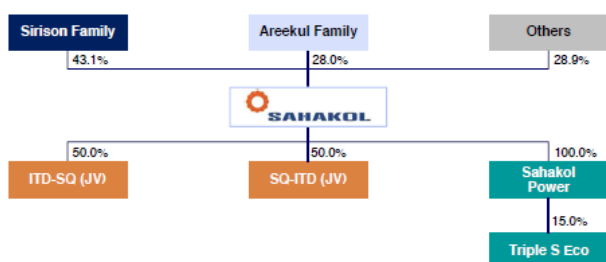
บริษัท สหกลอควิพเมนต์ จำกัด (SQ) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 10 พ.ค. 2544 โดยกลุ่มครอบครัวศิริสรณ์ ร่วมกับกลุ่มครอบครัวอารีกุล ประกอบธุรกิจบริการงานด้านเหมืองอย่างครบวงจร ซึ่งครอบคลุมถึงการวางแผนงานเหมือง การปฏิบัติงานเปิดหน้าเหมือง การให้คำปรึกษาด้านงานเหมือง และการให้เช่าและซ่อมบำรุงเครื่องจักรขนาดใหญ่ มีความเชี่ยวชาญในการทำเหมืองถ่านหินแบบบ่อเปิด หรือ Open Pit Mining เริ่มให้บริการทำเหมืองตั้งแต่ปี 2526 มีผลงานหลักที่ผ่านมา อาทิเช่น โครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 1 (ปี 2526-2533) โครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 2 (ปี 2533-2541) โครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 7 (ปี 2551-2563) และล่าสุด SQ ได้ชนะประมูลโครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 8 มูลค่า 22,871 ล้านบาท ซึ่งมีระยะเวลาดำเนินการในปี 2559-2568 และโครงการเหมืองหงสา มูลค่า 11,743 ล้านบาท มีระยะเวลาดำเนินการในปี 2558-2569 จึงถือเป็นบริษัทที่มี Track record การทำงานเหมืองขนาดใหญ่มากที่สุดแห่งหนึ่งของประเทศไทย

SQ ได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน เมื่อวันที่ 3 เม.ย. 2558 และในปี 2559 ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 750 ล้านบาท เป็น 1,150 ล้านบาท โดยเป็นทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว 750 ล้านบาท ส่วนที่เหลือ 400 ล้านบาท จะจัดสรรหุ้นเพื่อเสนอขายต่อประชาชน (IPO) จำนวน 380 ล้านบาท แบ่งเป็น 380 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท คิดเป็น 33.63% ของจำนวนหุ้นที่เรียกชำระแล้วทั้งหมดภายหลังการเสนอขายในครั้งนี้ โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 8 และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน โดยหุ้นที่เหลืออีก 20 ล้านหุ้น สำรองไว้เพื่อรองรับการแปลงสภาพตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทฯ ที่ออกให้กรรมการและพนักงานของบริษัท

ปัจจุบัน SQ มีบริษัทย่อยและกิจการร่วมค้ารวม 3 แห่งได้แก่

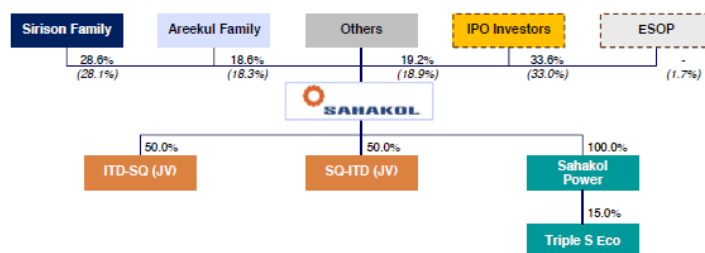
1. กิจการร่วมค้า ITD-SQ ดำเนินงานภายใต้สัญญาจ้าง กฟผ. โครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการที่ 7
2. กิจการร่วมค้า SQ-ITD ดำเนินงานภายใต้สัญญาจ้าง กฟผ. โครงการเหมืองแม่เมาะ 7 โครงการ 7/1
3. บริษัท สหกลพาวเวอร์ จำกัด เพื่อลงทุนในบริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้า ปัจจุบันบริษัท สหกลพาวเวอร์ ได้เข้าลงทุน 15% ในบริษัททริปเปิ้ล เอส อีโค จำกัด ซึ่งอยู่ระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้ในการผลิตกระแสไฟฟ้าพลังงานลม และ/หรือ พลังงานทางเลือกอื่น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO



ที่มา : SQ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO

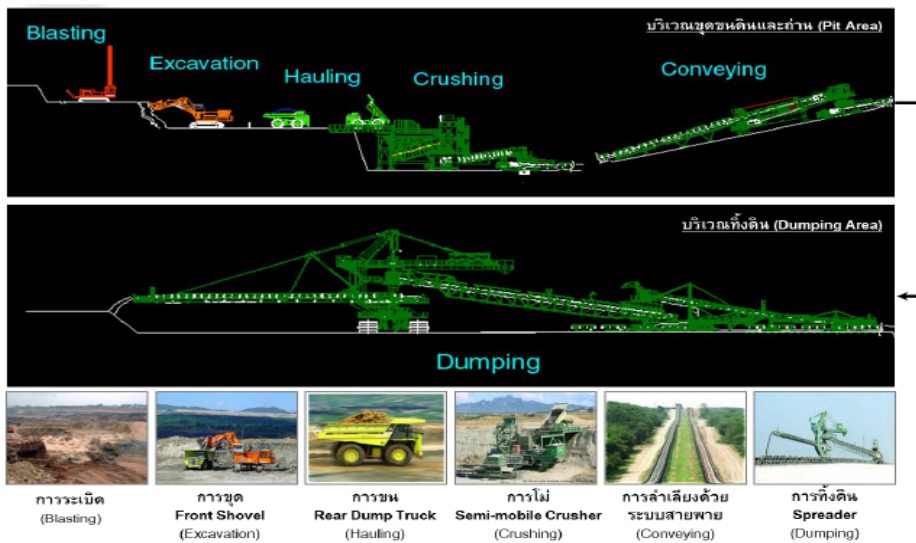


ที่มา : SQ

ภาพรวมการประกอบธุรกิจของ SQ

บริษัทให้บริการเปิดหน้าดินเป็นบ่อลึกลงไปจนถึงชั้นถ่านหิน แล้วจึงทำการขุดถ่านหินออกมาใช้งาน ขั้นตอนการทำงานจะเริ่มต้นจากการระเบิดดินที่มีลักษณะแข็งและเหนียว จากนั้นจึงทำการขุดดินด้วยรถบั้งกี้ (Bucket Wheel Excavator) และใช้รถบรรทุกเทท้าย ขนส่งดินไปยังเครื่องโม่ดิน เพื่อให้ได้ดินมีขนาดที่เหมาะสม ก่อนที่ดินดังกล่าวจะถูกส่งต่อไปยังที่ทิ้งดิน โดยสายพานลำเลียง และเครื่องโปรยดินเพื่อให้ได้รูปแบบตามที่กำหนด

เมื่อขุดดินถึงชั้นของถ่านหิน ก็จะใช้รถขุดถ่านหิน และบรรทุกถ่านหินใส่รถบรรทุกไปลงเครื่องโม่ของเจ้าของเหมืองต่อไป



เครื่องจักรอุปกรณ์สำคัญที่ใช้ในการประกอบธุรกิจของ SQ



ที่มา : หนังสือชี้ชวน



Backlog ปัจจุบันมีกว่า 3.6 หมื่นล้านบาท รอรับการสร้างรายได้อีก 10 ปี

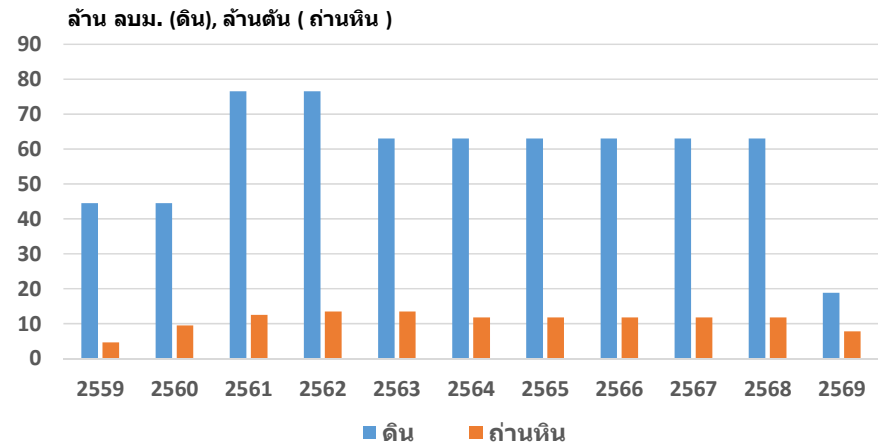
ปัจจุบัน SQ มีโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินงาน 3 โครงการ มูลค่าคงเหลือ ณ 30 มิ.ย. 59 อยู่ที่ 36,441 ล้านบาท รอรับการสร้างรายได้ไปจนถึงปี 2569 โดยมีรายละเอียดดังนี้

โครงการ	ลักษณะงาน	ปริมาณงานคงเหลือ ณ 30 มิ.ย 59	มูลค่าคงเหลือ (ล้านบาท)
โครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 7 (ค.ค 51 - เม.ย 63)	งานที่ 1 ขุดชนดิน	53.4 ล้าน ลบ.ม. แน่น	2,490
	งานที่ 2 ขุดชนถ่านหิน	5.8 ล้านตัน	287
	งานที่ 3 ขุดชนดิน		101
	(ในส่วนของ กฟผ.)		
โครงการเหมืองหงสา ประเทศลาว (มิ.ย 58 - ธ.ค 69)	งานที่ 1 ขุดชนดิน	194.6 ล้าน ลบม.แน่น	7,972
	งานที่ 2 ขุดชนถ่านหิน	81.2 ล้านตัน	3,212
โครงการเหมืองแม่เมาะ โครงการ 8 (พ.ย 58 - ธ.ค 68)	งานที่ 1 ขุดชนดิน	370.28 ล้าน ลบม. แน่น	21,148
	งานที่ 2 ขุดชนถ่านหิน	31.0 ล้านตัน	1,230
รวม			36,441

ที่มา : หนังสือชี้ชวน

การรับรู้รายได้ในแต่ละปี จะเป็นไปตามปริมาณดินและถ่านหินที่ขุดชนได้จริง คูณด้วยอัตราเงินค่าจ้างซึ่งมีการระบุไว้ในสัญญาจ้าง แยกตามประเภททั้งการขุดชนดิน และถ่านหิน

คาดการณ์ปริมาณดินและถ่านหินที่ขุด/ชน ในแต่ละปี จนจบอายุสัญญาจ้าง



อัตราค่าจ้างเฉลี่ย	แม่เมาะ 7	หงสา	แม่เมาะ 8
ดิน (บาท/ลูกบาศก์เมตร)	48.10	40.97	57.33
ถ่านหิน (บาท/ตัน)	51.27	39.59	39.69

ที่มา : SQ,ASPS estimate

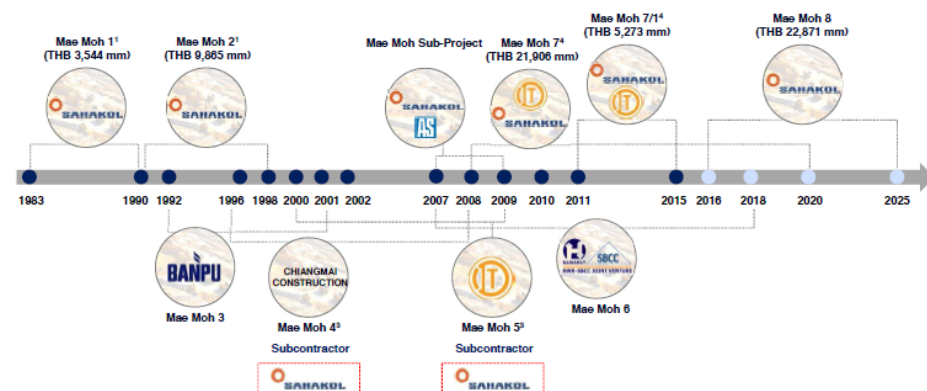
โอกาสทางธุรกิจข้างหน้ายังมีอีกมาก ทั้งงานในและต่างประเทศ

นอกเหนือจากโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการแล้ว ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า SQ ยังมีโอกาสเข้าไปรับงานต่อเนื่องในโครงการเหมืองแม่เมาะและเหมืองหงสา ที่มีแผนจัดจ้างผู้รับเหมาขุดขนดินและถ่านหินในเฟสถัดๆไป โดยมีรายละเอียดดังนี้

	ปริมาณขุดขนดิน	มูลค่าโครงการ(ล้านบาท)	ปีที่เปิดประมูล
เหมืองแม่เมาะ			
โครงการ 9	400 ล้าน ลบ.ม.แน่นอน	30,000	2560
โครงการ 10	460 ล้าน ลบ.ม.แน่นอน	35,000	2567
โครงการ 11	460 ล้าน ลบ.ม.แน่นอน	40,000	2570
เหมืองหงสา			
สัญญา G	190 ล้าน ลบ.ม.แน่นอน	N/A	2562
สัญญา H	213 ล้าน ลบ.ม.แน่นอน	N/A	2568

ที่มา : หนังสือชี้ชวน

สำหรับโครงการเหมืองแม่เมาะนั้น กฟผ. มีแผนจะเปิดประมูลโครงการ 9 ในปี 2560 และโครงการ 10 ในปี 2567 ซึ่งเป็นการทำเหมืองต่อเนื่องจากโครงการ 7 และ 8 ที่จะอยู่ในช่วงปลายอายุของการทำเหมือง ทำให้ SQ ซึ่งเป็นผู้ดำเนินงานในโครงการ 7 และ 8 ในปัจจุบัน มีความได้เปรียบเหนือกว่าคู่แข่งรายอื่นมาก เนื่องจาก SQ สามารถใช้เครื่องจักรเดิมของโครงการ 7 และ 8 ที่อยู่ในพื้นที่อยู่แล้ว มารับงานต่อได้ทันที โดยไม่จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนมาก เช่นเดียวกับโครงการเหมืองหงสาที่มีแผนจะเปิดประมูลต่อเนื่องในสัญญา G และ H ในปี 2562 และปี 2568 โดย SQ ถือว่ามีความได้เปรียบคู่แข่งรายอื่นๆ เพราะมีความคุ้นเคยพื้นที่ และอยู่ระหว่างดำเนินงานในสัญญา D ของโครงการเหมืองหงสา



ที่มา : SQ

อยู่ในอุตสาหกรรมที่มั่นคง และมีการแข่งขันไม่มาก

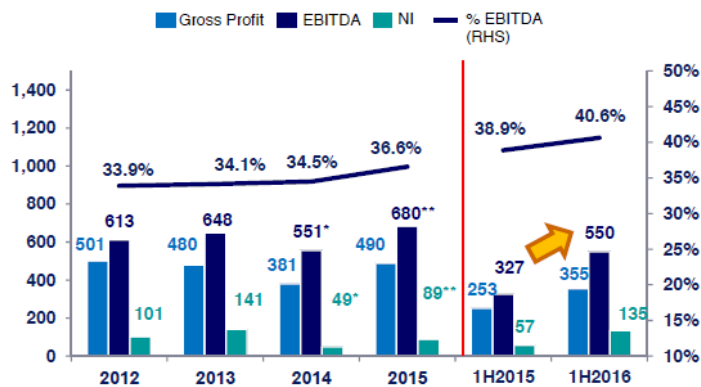
ธุรกิจที่ SQ ดำเนินการอยู่ในปัจจุบันถือเป็นธุรกิจที่มีความมั่นคงสูง ทั้งในด้านแหล่งรายได้ที่มาจาก EGAT ซึ่งมีแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าที่ชัดเจน โดยโรงไฟฟ้าแม่เมาะถือเป็นโรงไฟฟ้าหลัก (Base Load) ของ EGAT ตามแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยที่ต้องดำเนินงานตลอด 24 ชั่วโมง เช่นเดียวกับโรงไฟฟ้าหงสาที่มีสัญญาขายไฟฟ้าให้ EGAT เป็นเวลา 25 ปี ทำให้ต้องมีการทำกิจการเหมืองต่อเนื่อง รวมถึงการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ที่ยากลำบาก เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูงมาก อีกทั้งยังต้องอาศัยบุคลากรที่มีประสบการณ์ โดยปัจจุบันคู่แข่งในประเทศที่มีศักยภาพใกล้เคียงกับ SQ มีเพียง 1 ราย คือ ITD ซึ่งอยู่ระหว่างดำเนินงานโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 7 ร่วมกับ SQ ในกิจการร่วมค้า ITD-SQ (ถือหุ้นฝ่ายละ 50%) ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า SQ ที่มุ่งเน้นประกอบธุรกิจ

บริการงานด้านเหมืองอย่างครบวงจร มีโอกาสสูงที่จะเข้าไปรับงานเหมืองแม่เมาะในโครงการถัดๆไป เมื่อเทียบกับ ITD ที่น่าจะมุ่งความสนใจไปที่การรับงานโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมของภาครัฐที่มีแผนจะเปิดประมูลงานจำนวนมากในอนาคต

อัตรากำไรอยู่ในเกณฑ์ดี ให้ EBITDA Margin มากกว่า 34%

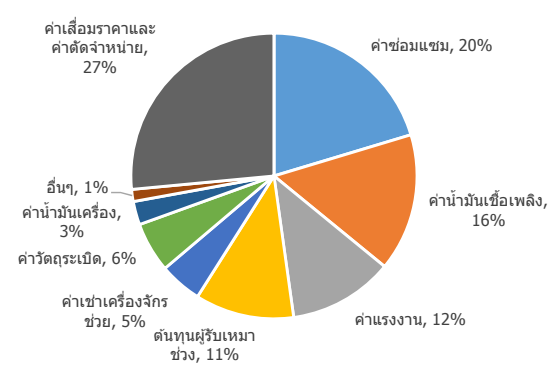
เนื่องจากธุรกิจของ SQ เป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนในเครื่องจักรอุปกรณ์สูง ส่งผลให้ค่าเสื่อมราคากลายเป็นสัดส่วนหลักในต้นทุนขาย ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงใช้ EBITDA Margin ในการวัดประสิทธิภาพการทำกำไร ซึ่งน่าจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรได้ดีกว่าการใช้ Gross Margin โดยช่วง 4 ปีที่ผ่านมา มี EBITDA margin 34-37% ถือเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างที่มีอัตรากำไรสูงเป็นอันดับต้นๆในอุตสาหกรรม ส่วน Net Profit Margin แกว่งตัวในช่วง 5-8% ทั้งนี้กำไรสุทธิที่ลดต่ำลงในปี 2558 เกิดจากค่าใช้จ่ายจากการจ่ายโดยใช้หุ้นเป็นเกณฑ์ให้กับพนักงาน (ESOP) จำนวน 18 ล้านบาท และค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลถูกหัก ณ ที่จ่าย 18.3 ล้านบาท ที่เรียกคืนไม่ได้จากสรรพากร

ผลการดำเนินงานย้อนหลังตั้งแต่ปี 2012-1H16



ที่มา : งบการเงิน SQ

โครงสร้างต้นทุนของโครงการเหมืองแม่เมาะ 7 (ปี 2012- 1H16)



ที่มา : งบการเงิน SQ

ระดมทุนนำเงินไปซื้อเครื่องจักร รองรับงานแม่เมาะฟส 8

การดำเนินโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 8 จะต้องมีการลงทุนเครื่องจักรเพิ่มเติมเป็นจำนวนเงิน 7,210 ล้านบาท โดย SQ จะนำเงินบางส่วนที่ได้จากการเสนอขายหุ้น IPO ในครั้งนี้ จำนวน 850 ล้านบาท บวกกับเงินกู้จากธนาคารไทยพาณิชย์ และแหล่งเงินอื่นๆ เพื่อนำไปซื้อเครื่องจักรใหม่ สำหรับรองรับการสร้างรายได้ของโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 8 ในช่วงระหว่างปี 2558-2568 ซึ่งเครื่องจักรดังกล่าวสามารถนำไปใช้ได้ต่อไปในโครงการ 10 ที่ กฟผ. จะมีการเปิดประมูลในปี 2567

แหล่งเงิน	มูลค่า (ล้านบาท)
เงิน IPO	850
เงินกู้ธนาคารไทยพาณิชย์	5,065
กระแสเงินสดภายใน	295
Supplier Credit	1,000
รวม	7,210

แนวโน้มกำไรปี 2560-2562 เติบโตโดดเด่น เฉลี่ยปีละ 20%

Key Date (ล้านบาท)						
FY: สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY56F	FY57F	FY58F	FY59F	FY60F	FY61F
รายได้ธุรกิจหลัก	1,897.7	1,614.0	1,867.7	2,911.3	3,210.2	4,506.4
กำไรขั้นต้น	479.8	380.7	489.9	740.4	966.4	1,112.2
กำไรสุทธิ	140.7	49.2	88.7	260.4	363.2	418.3
กำไรจากการดำเนินงาน	140.7	49.2	88.7	260.4	363.2	418.3
FX / X-Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (บาท)	0.33	0.10	0.12	0.23	0.32	0.37
Norm EPS (บาท)	0.33	0.10	0.12	0.23	0.32	0.37

ปี 2559 คาดว่า SQ จะมีกำไรสุทธิ 260.4 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 193.4%YoY จากการรับรู้รายได้ที่มากขึ้นของโครงการเหมืองแม่เมาะโครงการ 8 และโครงการเหมืองหงสา อย่างไรก็ตาม จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นหลังการออกหุ้น IPO จาก 750 ล้านหุ้น เป็น 1,130 ล้านหุ้น จะทำให้กำไรต่อหุ้นในปี 2559 เติบโต 95%YoY สำหรับปี 2560-2562 ประเมินว่า SQ จะมีกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยปีละ 20% ตามยอดการรับรู้รายได้ที่เพิ่มขึ้น

สมมุติฐานที่สำคัญในการจัดทำประมาณการมีดังต่อไปนี้

1. รายได้จากการขายและบริการ : ประเมินรายได้ตามแผนการส่งมอบงานในแต่ละโครงการ

สมมุติฐานการประมาณการรายได้ของ SQ

	2559	2560	2561	2562
แม่เมาะ 7				
รายได้ (ล้านบาท)	1330.56	853.81	853.81	853.81
ขนดินให้ EGAT (ล้านบาท)	24.84	24.84	24.84	24.84
ปริมาณรวม BCM	23.76	15.25	15.25	15.25
ราคาเฉลี่ย/หน่วย	56.00	56.00	56.00	56.00
เหมืองหงสา				
รายได้ (ล้านบาท)	703.63	1079.75	1079.75	1079.75
ปริมาณรวม BCM	17.33	26.62	26.62	26.62
ราคาเฉลี่ย/หน่วย	40.60	40.57	40.57	40.57
แม่เมาะ 8				
รายได้ (ล้านบาท)	852.24	1251.80	2547.97	2579.59
ปริมาณรวม BCM	8.04	12.09	47.18	48.18
ราคาเฉลี่ย/หน่วย	106.00	103.54	54.00	53.54
รวม รายได้จากธุรกิจหลัก (ล้านบาท)	2,911	3,210	4,506	4,538

ที่มา : หนังสือชี้ชวน, ASP estimate

2. ต้นทุนขาย : เนื่องจากอัตราค่าจ้าง/หน่วยที่ SQ ได้รับในแต่ละปีจะไม่คงที่ โดยจะมีการคำนวณตามความยากง่ายในแต่ละขั้นตอนการทำงาน แล้วมีการบวก Margin ลงไป ทำให้อัตรากำไรที่ได้ค่อนข้างคงที่ในแต่ละปี หากไม่มีปัญหาเรื่องเครื่องจักรชำรุดซึ่งทำให้เกิดค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมมากกว่าที่คาด โดยฝ่ายวิจัยใช้สมมุติฐาน Gross margin เฉลี่ยในช่วง 25-30% ตามสัดส่วนการรับรู้รายได้จากโครงการต่างๆใน Backlog ซึ่งให้ margin แต่ละโครงการไม่เท่ากัน

3. **ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร :** กำหนดให้เป็นสัดส่วนกับรายได้ โดยปี 2559 และปี 2560 ประเมิน SG&A/Sale อยู่ที่ 10% ต่ำกว่าปี 2558 ที่มี SG&A/Sale ที่ 15% เนื่องจากปี 2558 SQ มีค่าใช้จ่ายพิเศษหลายรายการเกิดขึ้น ทั้งค่าใช้จ่ายในการออก ESOP ให้ และค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลถูกหัก ณ ที่จ่าย ที่เรียกคืนไม่ได้จากสรรพากร
4. **ดอกเบี้ยจ่าย :** ใช้อัตรา MLR-1% ตามสัญญาเงินกู้ระหว่างบริษัทฯ กับธนาคารพาณิชย์
5. **ภาษีเงินได้นิติบุคคล :** ใช้อัตราภาษีปกติ 20%

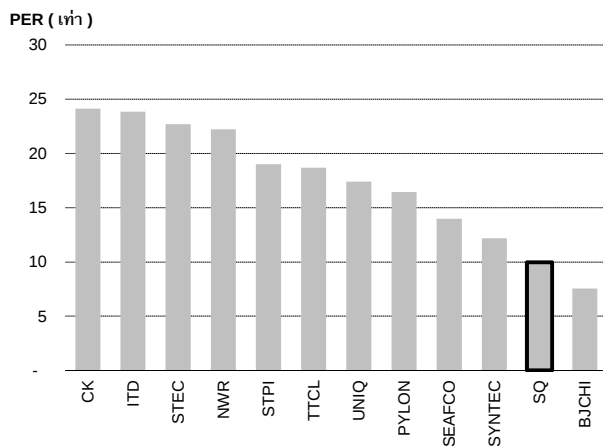
ประเมิน Fair Value อิง PER14 เท่า ให้ราคาเหมาะสม 4.50 บาท

ฝ่ายวิจัยประเมิน Fair Value ของ SQ อิง PER ปี 2560 ที่ 14 เท่า ต่ำกว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่อย่าง ITD,CK,STEC และ UNIQ ที่ซื้อขายบนค่า PER 25-30 เท่า เนื่องจาก SQ มีมูลค่าตลาดที่เล็กกว่ามาก อีกทั้งบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่ ยังมีประเด็นเชิงกำไรเกี่ยวกับการเปิดประมูลโครงการขนาดใหญ่ภาครัฐ โดย PER ที่ 14 เท่า อยู่ในระดับใกล้เคียงกับ Fair Value ที่ฝ่ายวิจัยใช้ประเมินบริษัทรับเหมาฯ ขนาดกลาง อย่าง SYNTEC ,SEAFCO,PYLON และ BJCHI ในช่วง PER 12-18 เท่า ขึ้นกับแนวโน้มการเติบโตในอนาคตของแต่ละบริษัท

Fair Value ที่ระดับ PER 14 เท่า จะให้ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 4.50 บาท ราคาดังกล่าวคิดเป็น PBV สิ้นปี 2559 ที่ 2.29 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย PBV ณ สิ้นปี 2559 ของกลุ่มรับเหมาฯ ที่ 2.22 เท่า

สำหรับนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะจ่ายไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิจากงบเฉพาะกิจการภายหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินสำรองต่างๆทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และข้อบังคับของบริษัท โดยปี 2559 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ว่า SQ จะจ่ายปันผลในอัตราหุ้นละ 0.09 บาท คิดเป็น Dividend Yield 2.88% จากราคา IPO โดย Dividend Yield จะเพิ่มเป็น 4.02% ในปี 2560 ตามผลกำไรของบริษัทที่เพิ่มขึ้น

เปรียบเทียบ PER ปี 2560 ของบริษัทในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง



Fair Value ณ ระดับ PER ต่างๆ

ระดับราคาหุ้นที่ PER ต่างๆ	2560F	2561F
EPS (บาท/หุ้น)	0.32	0.37
PER 10	3.21	3.67
PER 11	3.54	4.04
PER 12	3.86	4.40
PER 13	4.18	4.77
PER 14	4.50	5.14
PER 15	4.82	5.50
PER 16	5.14	5.87

หมายเหตุ: อ้างอิงจากประมาณการของฝ่ายวิจัย และใช้ราคาปิด ณ วันที่ 20 ต.ค. 59

ที่มา : ASPS

ที่มา : ASPS

ความเสี่ยงที่สำคัญของธุรกิจ

ประเด็นความเสี่ยงที่นักลงทุนควรให้ความสนใจได้แก่

1. ความเสี่ยงจากปริมาณการดำเนินงานชุดและชนิดและถ่านหินต่ำกว่าเป้าหมาย การทำงานที่ว่างไว้ ซึ่งหากบริษัท ไม่สามารถดำเนินงานให้เสร็จตามกำหนดเวลาในสัญญา จะต้องชดเชยค่าเสียหายจากการผิดสัญญา ซึ่งปกติอยู่ในอัตราร้อยละ 0.1 ของมูลค่างานที่ค้างอยู่ นับจากวันที่สิ้นสุดสัญญา จนถึงวันที่บริษัททำงานเสร็จ
2. ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับเลือกให้เป็นผู้ชนะประมูลโครงการใหม่ในอนาคต เนื่องจาก SQ อยู่ในธุรกิจที่ต้องมีการเข้าประมูลงานอย่างต่อเนื่อง
3. ความเสี่ยงจากการผันผวนของต้นทุนการผลิตที่สำคัญ เนื่องจากสัญญารับจ้างทั้งหมดของบริษัทมีการกำหนดราคาต่อหน่วยที่แน่นอน ดังนั้นหากต้นทุนการผลิตสูงกว่าที่ประเมินไว้ ซึ่งอาจจะเกิดจากสภาพงานที่ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ หรือราคาวัตถุดิบเพิ่มสูงขึ้น เช่น ราคาน้ำมัน บริษัท จะต้องรับความเสี่ยงจากกำไรที่ลดลงหรืออาจขาดทุนได้
4. มีหุ้นเดิมก่อนการเสนอขาย IPO จำนวน 165.5 ล้านหุ้น ที่ไม่ติด Silent period ซึ่งหุ้นดังกล่าวมีต้นทุนเท่ากับราคาที่ราคา 1 บาท/หุ้น ดังนั้นผู้ลงทุนทั่วไปที่จองซื้ออาจมีความเสี่ยงจากการลดลงของราคาหุ้น หากหุ้นที่มีต้นทุนต่ำ ถูกขายออกมาในราคาที่ต่ำกว่าราคา IPO ซึ่งกำหนดไว้ที่ 3.20 บาท
5. SQ มีการจัดสรรใบสำคัญแสดงสิทธิให้แก่ กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท จำนวนทั้งหมด 20 ล้านหน่วย อายุ 5 ปี และมีสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทได้ 1 หุ้นต่อ 1 หน่วย ที่ราคาใช้สิทธิ 1.00 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคา IPO ที่ 3.20 บาท โดยจะเริ่มใช้สิทธิครั้งแรกในวันที่ 30 ธ.ค. 60 จำนวน 10 ล้านหน่วย

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ยอดขาย	1,868	2,911	3,210	4,506
ต้นทุนขาย	1,378	2,171	2,244	3,394
กำไรขั้นต้น	490	740	966	1,112
ค่าใช้จ่ายในการขาย	284	291	321	383
ดอกเบี้ยจ่าย	90	130	209	229
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	6	15	17	23
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	121	334	454	523
ภาษีเงินได้	32	73	91	105
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	88.7	260.4	363.2	418.3
กำไรจากการดำเนินงาน	88.7	260.4	363.2	418.3
Norm EPS	0.12	0.23	0.32	0.37

การเติบโตของยอดขาย	15.7%	55.9%	10.3%	40.4%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	80.3%	193.4%	39.5%	15.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	26.2%	25.4%	30.1%	24.7%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	4.8%	8.9%	11.3%	9.3%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59
ยอดขาย	N/A	N/A	681	673
ต้นทุนขาย	N/A	N/A	490	509
กำไรขั้นต้น	N/A	N/A	191	164
ค่าใช้จ่ายในการขาย	N/A	N/A	64	61
ดอกเบี้ยจ่าย	N/A	N/A	32.5	33.2
ค่าใช้จ่ายอื่น	N/A	N/A	-	-
รายได้อื่น	N/A	N/A	5.7	6.0
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	N/A	N/A	100.1	75.1
ภาษีเงินได้	N/A	N/A	29.5	11.2
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	N/A	N/A	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	N/A	N/A	-	-
กำไรสุทธิ	N/A	N/A	70.6	63.9
กำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	70.6	63.9
Norm EPS	N/A	N/A	0.06	0.06

ยอดขาย (QoQ)	N/A	N/A	N/A	-1%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	N/A	N/A	N/A	-14%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	-10%

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.61	1.42	1.27	1.08
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	3.08	3.13	3.13	3.13
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	22.44	22.22	22.22	22.22
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	2.98	3.70	3.70	3.70
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	5.07	1.79	2.81	2.89
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	2.0%	4.2%	3.8%	3.9%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.0%	11.7%	14.7%	15.2%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	89	260	363	418
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	70	112	33	143
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	472	519	565	832
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	19	-	-	-
อื่นๆ	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	83	(364)	(172)	(222)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	735	527	790	1,171
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(6)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,737)	(700)	(4,000)	(2,000)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(1,719)	(700)	(4,000)	(2,000)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	749	-	3,000	500
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	250	1,216	-	10
เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	-	(104)	(145)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	999	1,216	2,896	365
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	15	1,043	(314)	(465)
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	82	1,125	811	346
ลูกหนี้การค้า	607	932	1,027	1,442
สินค้าคงเหลือ	83	131	144	203
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	145	233	257	361
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	3,480	3,662	7,096	8,265
สินทรัพย์รวม	4,489	6,180	9,436	10,731
เจ้าหนี้การค้า	626	786	867	1,217
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	449	491	475	539
หนี้สินรวม	3,749	3,964	6,961	7,973
ทุนที่ชำระแล้ว	750	1,130	1,130	1,140
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	19	855	855	855
กำไรสะสม	-29	231	490	763
ส่วนของผู้ถือหุ้น	740	2,216	2,475	2,758
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	4,489	6,180	9,436	10,731
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
Backlog ณ สิ้นปี (ล้านบาท)	37,781	34,895	31,709	27,228
Gross margin	26.2%	25.4%	30.1%	24.7%
SG&A/Sale	15.2%	10.0%	10.0%	8.5%
Effective tax rate	27%	22%	20%	20%