

Civil Engineering

CIVIL TB / CIVIL.BK

2 กุมภาพันธ์ 2565

Small is beautiful “Super growth + Cheap valuation!”

เราคงคำแนะนำซื้อ พร้อมทั้งปรับราคาเป้าหมายใหม่ขึ้นเป็น 7.7 บาท โดยล่าสุด CIVIL แจ้งตลาดฯ ส่งมอบงานในมือตามที่เราคาดการณ์เพิ่มอีก 2 พันล้านบาท กอปรกับข่าวแจ้งตลาดฯ กลุ่ม **BTS GULF** เข้าถือหุ้นใน CIVIL ทำให้เรามั่นใจมากขึ้นว่างานในมือระยะยาวมีโอกาสจะเพิ่มขึ้นได้ตามเป้าหมาย ทั้งจากงานโครงสร้างพื้นฐานที่มากับกลุ่ม **BTS GULF** และงานใหม่ที่พร้อมจะขยายได้มากขึ้น ตามฐานเงินทุนที่แข็งแกร่ง ภายหลังจากจัดทะเบียนในตลาดฯ

Positive #1—“เล็กพริกขี้หนู” มีเสน่ห์ที่ GP เด่นกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ

CIVIL มีจุดเด่นเรื่องการบริหารต้นทุน และมี Gross margin ระดับ Double digit โดยเฉลี่ยช่วงปี 2018-20 อยู่ที่ 14.5% และใน 9M21 ที่ 11.1% สูงกว่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 9.1% และ 8.2% ตามลำดับ แสดงให้เห็นถึงความสำเร็จของการมีทั้ง 1) โรงงานที่ช่วยลดต้นทุนวัสดุ 2) การ Balance Portfolio ที่มีงานทั้งโครงการใหญ่-เล็ก หรือกระจายประเภทงาน เพื่อรักษา GP ระดับ double digit และ 3) การใช้เครื่องจักร-เทคโนโลยีช่วยก่อสร้าง เพื่อลดการพึ่งพาแรงงาน และสนับสนุนอุตสาหกรรมแรงงานไทยให้เป็นแรงงานฝีมือมากขึ้น เราเชื่อว่าจะเกิดการประหยัดจากขนาด (Economy of scale) หนุน GP ให้ดีขึ้นอีก และยิ่งช่วยลดความเสี่ยงการขาดแคลนแรงงานในอนาคตด้วย

Positive #2—มีหลายโครงการใน Pipeline รอรับฐานกำไรเติบโต

CIVIL มีศักยภาพงานใหม่เฉลี่ย 5 พันล้านบาท/ปี และคาดมูลค่างาน Backlog ณ สิ้นปี 2021 ที่ 1.6 หมื่นล้านบาท ส่งผลให้รักษาระดับรายได้ 5-6 พันล้านบาท/ปี ได้อีกอย่างน้อย 2-3 ปี (แบบ Downside risk จำกัด) แต่เราไม่คิดว่าจบแค่นี้ เพราะจุดเปลี่ยนสำคัญหลัง IPO คือทำให้มีเงินลงทุนขยายเครื่องจักร เปิดโอกาสทำงานรูปแบบใหม่ๆ และสามารถเดินหน้างานใหม่ มาเติมต่อเนื่อง เช่น ล่าสุดงานทางหลวงพิเศษเอเซีย-บ้านแพ้วเกือบ 2 พันลบ.

อีกทั้งงานในระบบหาค้นเพียงของกระทรวงคมนาคม (ซึ่งเป็นงานที่ CIVIL ถนัด) ที่จะประมูลในอีก 1-5 ปีข้างหน้ามูลค่ากว่า 9 แสนล้านบาทแล้ว (ดูใน Figure 4) และบริษัทยังมีแผนขยายงานรูปแบบร่วมกับ Partner ดังเช่นที่ร่วมกับ UNIQ มากขึ้นด้วย

Positive #3—เห็น Scope of upside กับกลุ่ม BTS และ GULF

เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้ม Backlog และผลประกอบการของบริษัท หลังกลุ่มบริษัทโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของประเทศ **BTS** และ **GULF** เข้ามาถือหุ้นตั้งแต่ IPO จึงประเมินถึงโอกาสที่ CIVIL จะได้ร่วมเป็นพันธมิตร หรือมีส่วนร่วมรับเหมางานโยธาโครงการขนาดใหญ่ โดย BTS และพันธมิตร (BA และ STEC) มีงานสนามบินผู้ดูแลและเมืองการบิน ซึ่งคาดมูลค่างานโยธามากกว่า 1.2 แสนล้านบาท กระจายเป็นหลายเฟส (และ CIVIL เคย Sub. งาน STEC มาแล้ว) ซึ่งคาดว่าจะเห็นการหาผู้รับเหมาฯ ในช่วง 2H22 รวมทั้งกรณี GULF ที่มีจะลงทุนโรงไฟฟ้า-เขื่อนในลาว โครงการแรกราว 7 หมื่นล้านบาท (ดูได้ใน Figure 3) หาก CIVIL ได้ส่วนแบ่งงานเพียง 10% (ราว 1.9 หมื่นล้านบาท) จาก 2 โครงการที่กล่าวข้างต้น ก็คิดเป็น Backlog เพิ่มมากกว่าเท่าตัว อย่างไรก็ตามก็ดี กรณี Best case scenario เราประเมินว่าบริษัทรับงานได้เต็มกำลังได้สูงสุดราว 1.5 หมื่นล้านบาท/ปี ซึ่งหมายถึงรายได้มีโอกาสจะโตเกือบ 2 เท่าตัวจากปัจจุบัน ... (มีต่อหน้าถัดไป)

Sector: Construction

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ
 เป้าหมายพื้นฐาน: 7.70 บาท
 ราคา (01/02/65): 4.82 บาท

Key statistics

Market cap	Bt3.4bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt4.5/Bt5.3	
12-mth avg daily volume	Bt11m	USD0.3m
# of shares (m)	700	
Est. free float (%)	30.2	
Foreign limit (%)	49.0	

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2020	2021E	2022E	2023E
Revenues (Btm)	4,095	5,299	6,630	8,230
Net profit (Btm)	87	219	269	337
EPS (Bt)	0.17	0.44	0.38	0.48
EPS growth (%)	-38.2%	+151.6%	-12.1%	+25.1%
Core profit (Btm)	68	219	269	337
Core EPS (Bt)	0.14	0.44	0.38	0.48
Core EPS growth (%)	-41.8%	+222.6%	-12.1%	+25.1%
PER (x)	26.5	10.5	12.5	10.0
PBV (x)	2.2	2.9	1.8	1.6
Dividend (Bt)	0.07	1.07	0.15	0.19
Dividend yield (%)	1.5	23.3	3.2	4.0
ROE (%)	8.4	23.5	20.1	17.0

CG/Anti-corruption N.A./



วิจิตร ธีรธรรมรัตน์,
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
 วิจัยทางเทคนิค
 Wikij.tir@bualuang.co.th
 +662 618 1336

ภูวดล ภูสอดเงิน
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 Phoowadol.pho@bualuang.co.th
 +662 618 1338

See disclaimer at the end of report

Positive #4—ปรับคาดการณ์กำไรระยะยาว และ Re-rate PER ไปสู่ระดับ Premium

เราคาดการณ์กำไรหลักปี 2022 ที่ 269 ล้านบาท เติบโต 23% YoY ینگตาม Backlog เดิมเป็นหลัก แต่จากความมั่นใจต่อโอกาสรับงานใหม่มากกว่าในอดีตดังที่กล่าวมาข้างต้น เราได้ปรับสมมติฐานงานใหม่ปี 2023 จากเดิม 5 พันล้านบาท เป็น 7.5 พันล้านบาท (คิดลด 50% จาก Maximum Capacity ในการรับงาน) และหลังจากนั้นเพิ่มขึ้น 15%/ปี ส่งผลให้โดยรวมประมาณการกำไรหลักปี 2022-26 (5 ปีจากนี้) เติบโตเฉลี่ย 23% CAGR (Base case) และเราได้ทำ Sensitivity analysis กรณี Best case มีงานใหม่ 9 พันล้านบาทปี 2023 ได้ระดับไปเต็ม Maximum capacity ในปี 2026 จะพบว่ากำไรหลักปี 2022-26 เติบโตเฉลี่ยสูงถึง 34% CAGR นอกจากนี้ Upside จากประมาณการทั้ง 2 กรณี จะมาจากการที่บริษัทขยายบุคลากร-เครื่องจักร ส่งผลให้บริษัทรับงานได้มากกว่า Maximum limit ปัจจุบัน

เราประเมินราคาเป้าหมายใหม่ที่ 7.70 บาท โดย re-rate PER target ไปที่ 20 เท่า (จากเดิม 14 เท่า) โดยอิง PEG ในเชิงอนุรักษ์นิยมเพียง 0.6 เท่า บนการเติบโต 5 ปี เฉลี่ย 34% CAGR ตามประมาณการกำไรกรณี Best case โดย PER target ที่ 20 เท่า เป็นระดับ Premium valuation มากกว่ากลุ่มที่เฉลี่ย 16.5 เท่า (Historical PER เฉลี่ย 7 ปี) สะท้อนถึงความเชื่อมั่นต่อภาพการเติบโตแบบ Super growth stock ที่จะโดดเด่นกว่ากลุ่มฯ ไปได้อีกหลายปี

Base case: กำไรหลัก 5 ปี เดิมโตเฉลี่ย 23% CAGR ถึงสมมติฐานงานใหม่ 7.5 พันลบ. ปี 2023 และเพิ่มขึ้น 15% ต่อปี

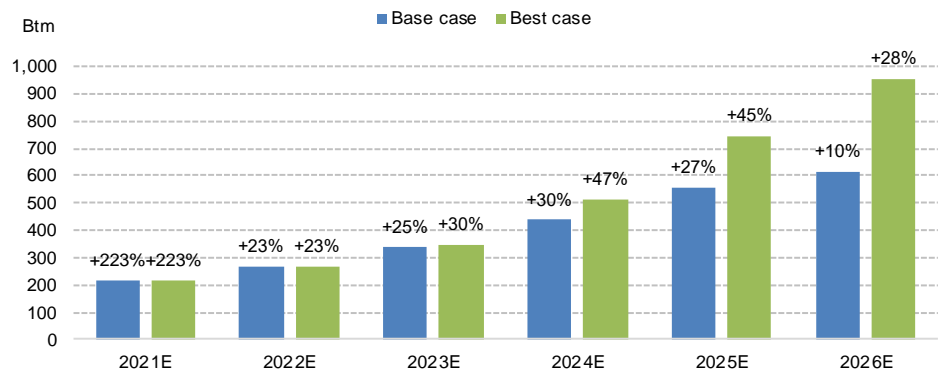
Best case: กำไรหลัก 5 ปี เดิมโตเฉลี่ย 34% CAGR ถึงสมมติฐานงานใหม่ 9 พันลบ. ปี 2023 และได้ระดับไปที่ Max. cap. 15 พันลบ. ปี 2026

Figure 1 : สมมติฐานและคาดการณ์กำไรสุทธิ รายปี 2021-26 (Base case และ Best case)

Projections	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR 2022-26E
Base case								
New projects			6,000	7,500	8,625	9,919	11,407	
Construction Revenue	3,752	5,037	6,227	7,727	8,319	8,783	9,524	14%
Total core revenue	4,095	5,299	6,630	8,230	8,853	9,341	10,119	14%
%Construction GP	9.3%	10.4%	9.7%	9.0%	10.0%	11.4%	11.4%	
Core profit	68	219	269	337	438	556	614	23%
%growth		223%	23%	25%	30%	27%	10%	
Best case - Max cap.								
New projects			6,000	9,000	12,600	14,490	15,215	
Construction Revenue	3,752	5,037	6,227	7,877	9,167	10,883	13,109	21%
Total core revenue	4,095	5,299	6,630	8,388	9,743	11,545	13,883	21%
%Construction GP	9.3%	10.4%	9.7%	9.0%	10.1%	11.2%	11.4%	
Core profit	68	219	269	349	515	746	955	34%
%growth		223%	23%	30%	47%	45%	28%	

Sources: Company Data, Bualuang Research

Figure 2 : คาดการณ์กำไรสุทธิ รายปี 2021-26 (Base case และ Best case)



Sources: Company Data, Bualuang Research

Figure 3 : คาดการณ์มูลค่างานโครงการใหญ่ของ BTS และ GULF

โครงการที่มีศักยภาพ	เจ้าของโครงการ	มูลค่าโครงการ	งานก่อสร้าง
กลุ่ม BTS			
สนามบินอุตะเถาและเมืองการบินภาคตะวันออก	BBS JV (BA, BTS, STEC)	~2-3 แสนล้านบาท	~1.2 แสนล้านบาท (งานโยธา)
กลุ่ม GULF			
โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำปากลาย ที่ลาว (งานเชื่อม)	SHK (เครือ บ.รัฐวิสาหกิจจีน), การไฟฟ้าลาวฯ, GULF (คาดการณ์)	~7.1 หมื่นล้านบาท (~2.1 พันล้าน USD)	~7.1 หมื่นล้านบาท
รวม Potential project		~3-4 แสนล้านบาท	~1.9 แสนล้านบาท

Sources: สำนักงาน EEC, Mekong River Commission, หนังสือพิมพ์ข่าวหุ้น, BLS Research

เราประเมินว่าหาก CIVIL มีส่วนร่วมในการรับงานโครงการใหญ่ 2 โครงการของ BTS/GULF ในตารางขวามือ (ซึ่งอาจเป็นทางตรง หรือทางอ้อมผ่านการรับงานช่วงต่อ) เพียง 10% ก็จะช่วยผลักดันรายได้เพิ่มจากปัจจุบันได้เกือบ 2 เท่าตัว

Figure 4 : โครงการใน pipeline ของกระทรวงคมนาคม ปี 2565-72 รวม 9.7 แสนล้านบาท

ปี	โครงการ	ล้านบาท
"ราง" 624,879 ล้านบาท 5 โครงการ		
2565-2569	รถไฟฟ้ารางคู่ เด่นชัย-เชียงใหม่-เชียงใหม่	85,345
2565-2569	รถไฟฟ้ารางคู่ บ้านไผ่-นครพนม	67,965
2565-2570	สายสีส้มตะวันตก ศูนย์วัฒนธรรมฯ-บางขุนนนท์	122,067
2565-2570	สายสีม่วง เตาปูน-ราษฎร์บูรณะ	124,958
2565-2571	รถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน	224,544
"ถนน" วงเงิน 281,205 ล้านบาท 12 โครงการ		
2565-2566	โนบายแต่ดั้งเดิมสี่สีทางหลวง ส่งเสริมการท่องเที่ยว	280
2565-2567	ถนนเชื่อมศูนย์ซ่อมอากาศยาน-สะพานมิตรภาพ 3 นครพนม	1,600
2565-2568	มอเตอร์เวย์ M9 วงแหวนตะวันตก บางขุนเทียน-บางบัวทอง	56,035
2566-2568	เชื่อมต่อ M6 บางปะอิน-โคราช กับทางหลวงหลายเลข 32	4,700
2566-2568	สะพานมิตรภาพไทย-ลาว 6 อุบลฯ-สาละวัน	4,765
2566-2569	มอเตอร์เวย์ M5 ต่อขยายทางด่วนโกลด์เวย์ รังสิต-บางปะอิน	27,800
2566-2570	ทางด่วนกะพืด-ป่าตอง ภูเก็ต	14,470
2567-2570	มอเตอร์เวย์ M7ทางยกระดับศรีนครินทร์-สุวรรณภูมิ	29,550
2567-2570	มอเตอร์เวย์ M8 นครปฐม-ปากท่อ	51,760
2567-2570	ทางด่วนชั้น 3 ตอน N1,N2	37,870
2567-2570	ต่อขยายทางด่วนฉลองรัช จตุโชติ-ถนนวงแหวนรอบ 3	21,919
2568-2571	ทางด่วนเมืองใหม่-เกาะแก้ว-กะพืด ภูเก็ต	30,456
"อากาศ" วงเงิน 59,488 ล้านบาท 4 โครงการ		
2565-2569	สนามบินเชียงใหม่ เฟส 1	15,818
2565-2570	สนามบินชุมพร	3,250
2566-2571	สนามบินระนอง	3,550
2565-2572	สนามบินดอนเมือง เฟส 3	36,829
"น้ำ" วงเงิน 7,561 ล้านบาท 5 โครงการ		
2565	เขื่อนป้องกันตลิ่ง อ.พระนครศรีอยุธยา 4 กิโลเมตร	1,010
2565	ฟื้นฟูชายหาดจอมเทียน เฟส 1	586
2566	เขื่อนป้องกันตลิ่ง อ.พระนครศรีอยุธยา-อ.นครหลวง	5,105
2566	ฟื้นฟูชายหาดจอมเทียน เฟส 2	420
2566	ฟื้นฟูชายหาดบางแสน	440
"บก" 1,361 ล้านบาท 1 โครงการ		
2565-2567	โครงการศูนย์การขนส่งชายแดน จ.นครพนม	1,361

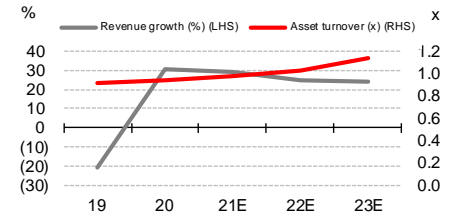
กระทรวงคมนาคมมีแผนประมูลก่อสร้าง-ดำเนินการ งานโครงการใหญ่-เล็กในอีก 1-5 ปีข้างหน้า รวมมูลค่ากว่า 9 แสนล้านบาท ซึ่งโดยส่วนใหญ่เป็นงานโครงสร้างพื้นฐานแนวราบที่ CIVIL มีความชำนาญ มีโอกาสรับงานทั้งทางตรง-อ้อมจากผู้รับเหมาใหญ่

Sources: กระทรวงคมนาคม, หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ, BLS Research

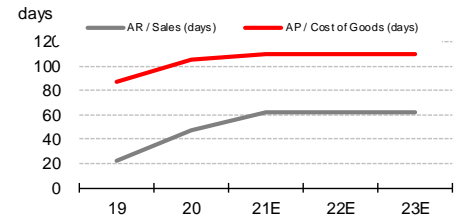
CIVIL: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	3,140	4,095	5,299	6,630	8,230
Cost of sales and services	(2,685)	(3,723)	(4,750)	(5,980)	(7,480)
Gross profit	455	371	549	650	750
SG&A	(345)	(293)	(297)	(326)	(343)
EBIT	110	79	252	323	407
Interest expense	(12)	(9)	(7)	(5)	(4)
Other income/exp.	49	18	18	18	18
EBT	147	87	263	336	421
Corporate tax	(30)	(20)	(45)	(67)	(84)
After-tax net profit (loss)	116	68	219	269	337
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	24	19	0	0	0
Net profit (loss)	141	87	219	269	337
Reported EPS	0.28	0.17	0.44	0.38	0.48
Fully diluted EPS	0.28	0.17	0.44	0.38	0.48
Core net profit	116	68	219	269	337
Core EPS	0.23	0.14	0.44	0.38	0.48
EBITDA	286	302	512	590	674
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(21.1)	30.4	29.4	25.1	24.1
Gross margin (%)	14.5	9.1	10.4	9.8	9.1
EBITDA margin (%)	9.1	7.4	9.7	8.9	8.2
Operating margin (%)	3.5	1.9	4.8	4.9	4.9
Net margin (%)	4.5	2.1	4.1	4.1	4.1
Core profit margin (%)	3.7	1.7	4.1	4.1	4.1
ROA (%)	4.1	2.0	4.0	4.2	4.7
ROCE (%)	8.6	4.3	8.9	9.4	10.5
Asset turnover (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
Current ratio (x)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2
Gearing ratio (x)	0.6	1.3	2.1	0.7	0.6
Interest coverage (x)	9.3	8.8	36.9	64.1	95.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	591	274	496	702	236
Accounts receivable	193	534	901	1,127	1,399
Inventory	57	96	238	299	374
PP&E-net	1,116	982	921	954	887
Other assets	1,816	3,058	3,347	3,882	4,557
Total assets	3,773	4,945	5,902	6,964	7,453
Accounts payable	640	1,071	1,425	1,794	2,244
ST debts & current portion	525	1,258	1,462	1,062	885
Long-term debt	44	109	240	252	265
Other liabilities	1,554	1,448	1,977	1,977	1,977
Total liabilities	2,764	3,885	5,104	5,085	5,371
Paid-up capital	500	500	500	700	700
Share premium	(78)	(78)	(78)	642	642
Retained earnings	587	637	376	537	739
Shareholders' equity	1,009	1,059	798	1,879	2,081
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	3,773	4,945	5,902	6,964	7,453
CASH FLOW (Btm)					
Net income	141	87	219	269	337
Depreciation and amortization	176	223	260	267	267
Change in working capital	(250)	(1,396)	(691)	(823)	(1,022)
FX, non-cash adjustment & others	754	382	883	369	450
Cash flows from operating activities	820	(705)	670	82	32
Capex (Invest)/Divest	(94)	(182)	(200)	(300)	(200)
Others	148	(26)	(105)	0	0
Cash flows from investing activities	55	(207)	(305)	(300)	(200)
Debt financing (repayment)	13	774	206	(400)	(177)
Equity financing	0	0	0	920	0
Dividend payment	(250)	(40)	(480)	(108)	(135)
Others.	(131)	(139)	129	12	13
Cash flows from financing activities	(368)	596	(144)	424	(298)
Net change in cash	506	(316)	221	206	(467)
Free cash flow (Btm)	726	(886)	470	(218)	(168)
FCF per share (Bt)	1.5	(1.8)	0.9	(0.3)	(0.2)
Key assumption	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Construction Revenue	2,950	3,752	5,037	6,227	7,727
Sales	174.4	327.7	245.8	386.3	486.3
Rental revenue	15.7	14.7	16.2	16.7	17.2
%GP - Construction	14.6%	9.3%	10.4%	9.7%	9.0%
%GP - Sales	10.0%	5.5%	7.0%	9.5%	10.5%
%GP - Rental	44.6%	37.1%	34.0%	35.0%	35.0%

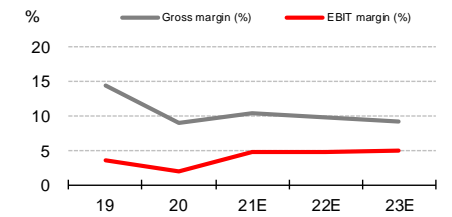
Revenue growth and asset turnover



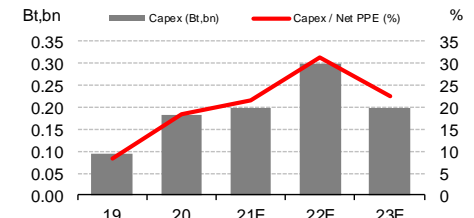
A/C receivable & A/C payable days



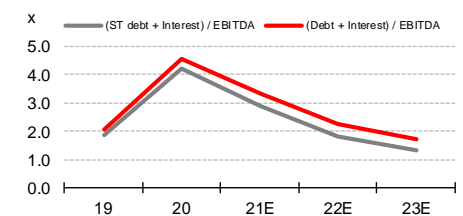
Profit margins



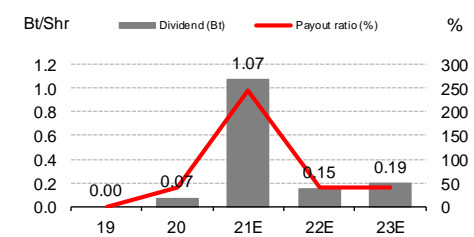
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



CIVIL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Revenue	1,071	1,128	1,182	1,221	1,320
Cost of sales and services	(977)	(1,032)	(1,033)	(1,106)	(1,177)
Gross profit	95	96	149	115	143
SG&A	(77)	(69)	(64)	(70)	(79)
EBIT	17	28	85	45	64
Interest expense	(2)	(3)	(2)	(2)	(1)
Other income/exp.	3	3	5	3	6
EBT	18	28	88	46	68
Corporate tax	(3)	(6)	(19)	(3)	(11)
After-tax net profit (loss)	15	21	69	44	57
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	15	21	69	44	57
Reported EPS	0.03	0.04	0.14	0.09	0.11
Fully diluted EPS	0.03	0.04	0.14	0.09	0.11
Core net profit	15	21	69	44	57
Core EPS	0.03	0.04	0.14	0.09	0.11
EBITDA	76	88	146	111	132

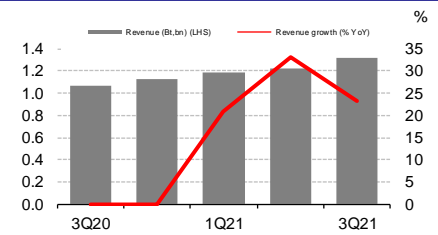
KEY RATIOS

Gross margin (%)	8.8	8.5	12.6	9.4	10.8
EBITDA margin (%)	7.1	7.8	12.4	9.1	10.0
Operating margin (%)	1.6	2.5	7.2	3.7	4.8
Net margin (%)	1.4	1.9	5.8	3.6	4.3
Core profit margin (%)	1.4	1.9	5.8	3.6	4.3
BV (Bt)	2.1	2.1	1.7	1.7	1.9
ROE (%)	5.7	8.1	33.4	20.0	24.7
ROA (%)	1.2	1.7	4.4	2.9	3.7
Current ratio (x)	1.0	1.0	0.7	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	1.3	1.3	1.6	1.7	1.7
Interest coverage (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

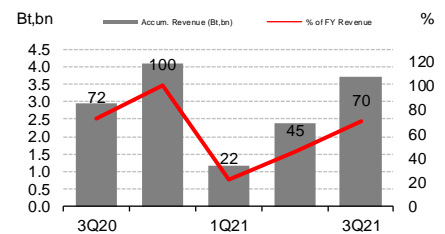
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	220	274	1,400	731	640
Accounts receivable	562	534	282	375	877
Inventory	141	96	149	186	227
PP&E-net	980	982	987	986	982
Other assets	3,070	3,058	3,512	3,656	3,447
Total assets	4,974	4,945	6,330	5,935	6,173
Accounts payable	1,195	1,071	1,545	1,147	1,346
ST debts & current portion	1,220	1,258	1,185	1,386	1,489
Long-term debt	91	109	113	126	120
Other liabilities	1,430	1,448	2,658	2,403	2,289
Total liabilities	3,936	3,885	5,502	5,062	5,243
Paid-up capital	500	500	500	500	500
Share premium	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
Retained earnings	616	637	406	450	507
Shareholders equity	1,038	1,059	829	872	930
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	4,974	4,945	6,330	5,935	6,173

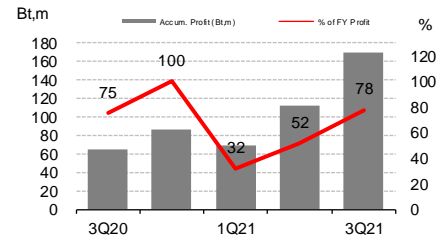
Revenue trend



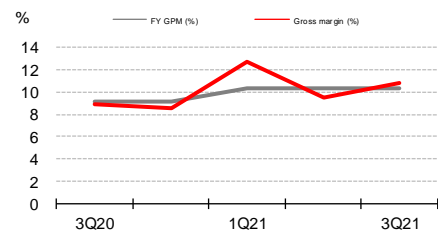
Revenue trend (accumulated)



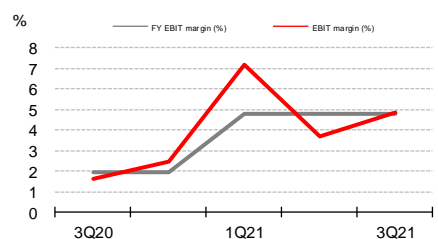
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

บริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง โดยกลุ่มบริษัทฯ เริ่มธุรกิจมาตั้งแต่ปี 2509 โดยคุณเอารี อัครศิริสุข งานที่เชี่ยวชาญและมีชื่อเสียงคืองานทาง (ถนน ทางด่วน ทางพิเศษ) และมีโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างที่ตั้งอยู่ใกล้กับจุดก่อสร้างสำคัญใน 4 จังหวัด ช่วยลดต้นทุนวัสดุ และระยะเวลาในการขนส่ง ปัจจุบันงานหลักจะเป็นโครงการในแนวราบ เช่น งานทาง งานทางรถไฟ งานท่าอากาศยาน งานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ และธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง ซึ่งกลุ่มบริษัทยังมีประทานบัตรทำเหมืองหินปูนที่สระบุรี นอกจากนี้ ยังได้จัดตั้งบริษัทร่วมกับพันธมิตรเพื่อดำเนินโครงการขนาดใหญ่ด้วย

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC
KBANK	KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TOP	WHA	ESSO	CKP
STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CPF	CPN	HANA	HMPRO	IVL	OSP	SAWAD	THANI
BANPU	BCH	BTS	CK	SOC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	RATCH	VGI	SCGP	TQM	COM7
DOHOME	JMT	CHG	TMB	BAM	BCP	BCPG	AP	KTB	BPP	KKP	OR	BEM	GUNKUL	LH
EA	SPALI	RBF	EPG	ICHI	PTL	STGT	TKN	DELTA	MAJOR	MEGA	ACE	JMART	BEC	SYNEX
QH	BLA	KEX	RCL	SINGER	SIRI	STARK	TIDLOR	TTA	RS					

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
CIVIL	CIVIL

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited (“BLS”). BLS is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”).

Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through BLS. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither BLS nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report’s preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

BLS may rely on information barriers, such as “Chinese Walls” to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of BLS.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by BLS with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of BLS and BLS accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.