

Civil Engineering

CIVIL.TB / CIVIL.BK

5 เมษายน 2565

ได้เวลากระหึ่มชีวิต

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ CIVIL มากขึ้น หลังจากผู้บริหารส่งสัญญาณงานใหม่ที่เดินหน้าประกวดราคาอยู่มีจำนวนมากขึ้นกว่าปีก่อน และตั้งเป้าหมายการดำเนินงานใหม่สูงถึง 1 หมื่นล้านบาท มากกว่าคาดเดิมเปิด **Upside** กำไรระยะยาว และ **Valuation-PEG** ให้ถูกลงไปอีก ส่วนปัจจัยหนุนระยะสั้น คาดกำไร 1Q22 จะออกมาสูงกว่าที่เราเคยมองไว้เดิม ดอกเบี้ยความเชื่อมั่นทั้งในระยะสั้น-ยาว ที่ดีกว่าเดิม ขณะที่ราคาหุ้นปรับลงมาราว 23% หลังจากแรลลี่เมื่อเดือน กพ. จึงเป็นโอกาสดีในการเข้าซื้อ เรตงราคาเป้าหมาย 7.7 บาท

Positive #1—คาดกำไร 1Q22 พ้นตัวแรง QoQ ดีกว่าคาดเดิม...

เรคาดการณกำไร 1Q22 ที่ 49.3 ล้านบาท (สูงกว่าที่คาดเดิม 20%) ลดลง 29% YoY (ฐานสูงใน 1Q21) แต่ฟื้นตัวแรง 119% QoQ โดยคาดการณ์รายได้งานรถไฟฟ้าความเร็วสูง (สระบุรี-แก่งคอย) และงานทางหลวงหมายเลข 3901 หนุนรายได้รวมอยู่ที่ 1.5 พันล้านบาท เดิมโต 28% YoY และ 15% QoQ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นงานรับเหมาคาดที่ 9% ใน 1Q22 ลดลงจากฐานสูงที่ 13% ใน 1Q22 แต่เพิ่มขึ้นจาก 7.3% ใน 4Q21 จากสัดส่วนงานอัตรากำไรดีสูงขึ้นและบันทึกรายได้ขาดเขตแดนที่เพิ่ม

Positive #2—ปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้น...

เราเห็น Flow ปัจจัยบวกหนุนราคาหุ้นอย่างน้อย 3 เรื่อง 1) โมเมนตัมกำไรเติบโตต่อเนื่อง QoQ ตลอดทั้งปี ขณะที่ด้านต้นทุนก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นมองว่าสามารถบริหารจัดการเพื่อรักษาอัตรากำไรที่ดีได้ เนื่องจาก CIVIL มีการล็อคต้นทุนวัสดุ-ค่าก่อสร้างไว้เป็นส่วนใหญ่แล้ว 2) งานประมูลภาครัฐถูกเร่งออกมา โดยมูลค่างานที่บริษัทคิดแล้วว่ามีศักยภาพสูงในการได้รับงานอยู่ที่ 4-5 หมื่นล้านบาทในปี (จากงานที่มีในระบบเกือบ 1 ล้านล้านบาท ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า) เช่น รถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีน ช่วง 4-5 (ปัจจุบันทำช่วง 4-7 อยู่แล้ว), มอเตอร์เวย์ จดโชติ-นครนายก, สนามบินชุมพร และการรับงานต่อโครงการ PPP เช่น รถไฟฟ้าความเร็วสูง 3 สนามบิน, สนามบินอุตะเถา เป็นต้น และ 3) เหมืองหินปูน CIVIL ที่สระบุรี เริ่มต้นผลผลิต 2Q22 คาด GM สูงถึง 20%

Positive #3—ประเมิน sensitivity ของการเติบโตในช่วง 3 ปีนี้เพิ่มขึ้นอีก 26% หากได้งานใหม่ตามเป้าหมายใหม่ที่ปรับเพิ่ม...

จากที่ผู้บริหารให้เป้าหมายการรับงานใหม่เพิ่มขึ้นมากที่สุดเป็น 10,000 ล้านบาท (มากกว่าปัจจุบันที่เราคาด 6 พันล้านบาท) เราได้นำมาวิเคราะห์ Sensitivity กรณีการรับงานใหม่ปี 2022 เพิ่มกว่าคาดเดิม (รายละเอียดดูใน Figure 1) โดยให้สมมติฐานเริ่มรับรู้รายได้งานใหม่ตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป (ปีนี้เป็นช่วงเตรียมงาน) และหลังจากนั้นงานใหม่ฯ เพิ่มขึ้นในอัตราเดียวกับคาดการณ์เดิมและอิงสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นลดลงจากเดิมตามหลักอนุรักษ์นิยมแล้วพบว่าจะทำให้การเติบโตของกำไรเฉลี่ยจะเพิ่มจากเดิม 30.4% CAGR ปี 2022-24 เป็น 33.2-56.4% หรือคิดเป็นการเติบโตเพิ่มขึ้นจากเดิม 3-26%

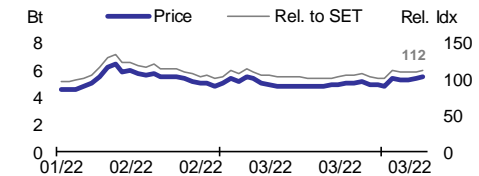
Positive #4—PEG จากราคาปัจจุบันจะลดลงต่ำเหลือ 0.3-0.4 เท่า

หากเทียบราคาหุ้นกับการเติบโต CAGR กรณีงานใหม่ 7,000-10,000 ล้านบาทแล้ว จะเป็น PEG ที่ต่ำเพียง 0.3-0.4 เท่า ลดลงจากปัจจุบันที่ 0.5 เท่า ซึ่งต่ำกว่าเฉลี่ยกลุ่ม (เทียบการเติบโตเฉลี่ยงวดเดียวกัน) ที่ราว 1 เท่า ทั้งหมดที่กล่าวมานี้เป็นข้อสรุปของคำว่า **Small is beautiful "Super growth + Cheap valuation!"** ดังที่เราได้เคยนิยามไปในรายงานก่อนหน้านี้

Sector: Construction

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 7.70 บาท
 ราคา (04/04/65): 5.45 บาท

Price chart

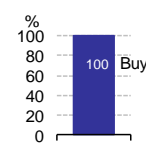


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.0	-	-
Absolute	1.9	-	-

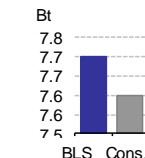
Key statistics

Market cap	Bt3.8bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt4.5/Bt7.1	
12-mth avg daily volume	Bt38m	USD1.1m
# of shares (m)	700	
Est. free float (%)	30.2	
Foreign limit (%)	49.0	

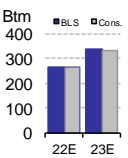
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



Consensus earnings



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2021	2022E	2023E	2024E
Revenues (Btm)	5,046	6,420	8,020	9,063
Net profit (Btm)	193	269	338	458
EPS (Bt)	0.39	0.38	0.48	0.65
EPS growth (%)	+121.7%	-0.3%	+25.7%	+35.3%
Core profit (Btm)	193	269	338	458
Core EPS (Bt)	0.39	0.38	0.48	0.65
Core EPS growth (%)	+184.3%	-0.3%	+25.7%	+35.3%
PER (x)	11.9	14.2	11.3	8.3
PBV (x)	3.0	2.1	1.9	1.6
Dividend (Bt)	0.38	0.15	0.19	0.26
Dividend yield (%)	8.3	2.8	3.5	4.8
ROE (%)	21.0	20.5	17.3	20.9

CG/Anti-corruption N.A. /

-

วิกิจ ภิรตวรรัตน์,
 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

Sensitivity Analysis: หากปีนี้ชนะการประมูลงานใหม่มากกว่าคาด (7,000-10,000 ล้านบาท) จะทำให้กำไรปี 2022-24 เดิมโตเพิ่มเป็น 33-56% CAGR (มากกว่าประมาณการปัจจุบันที่ 30%) และทำให้ PEG จาก CAGR จะต่ำเหลือเพียง 0.3-0.4 เท่า

Figure 1 : Sensitivity Analysis กรณีได้งานใหม่ในปีนี้น่ามากกว่าที่คาดปัจจุบัน

Case	สมมติฐานสำคัญ งานใหม่ปี 2022	%GPM-รับเหมา	กำไรเติบโตเฉลี่ย %CAGR 2022-24E	%Upside Implied	PEG
Base case (ปัจจุบัน)	6,000	9.6%	30.4%		0.46
Case - I (Achievable)	7,000	9.3%	33.2%	2.8%	0.42
Case - II (Achievable)	8,000	9.4%	41.4%	11.0%	0.34
Case - IV (Challenge)	9,000	9.4%	49.1%	18.7%	0.29
Case - V (Best/Surprise)	10,000	9.4%	56.4%	26.0%	0.25

Sources: Bualuang Research

Figure 2 : Future Potential Projects

FUTURE POTENTIAL PROJECTS

โครงการที่จะเข้าร่วมประกวดราคา และมีศักยภาพสูงในการได้รับงาน (Potential Project) มูลค่ารวมกว่า 4-5 หมื่นล้านบาท กรณี Best case ของบริษัทที่ 1 หมื่นล้านบาท คิดเป็น Success rate ราว 20-25% ซึ่งถือเป็นระดับที่สมเหตุสมผล

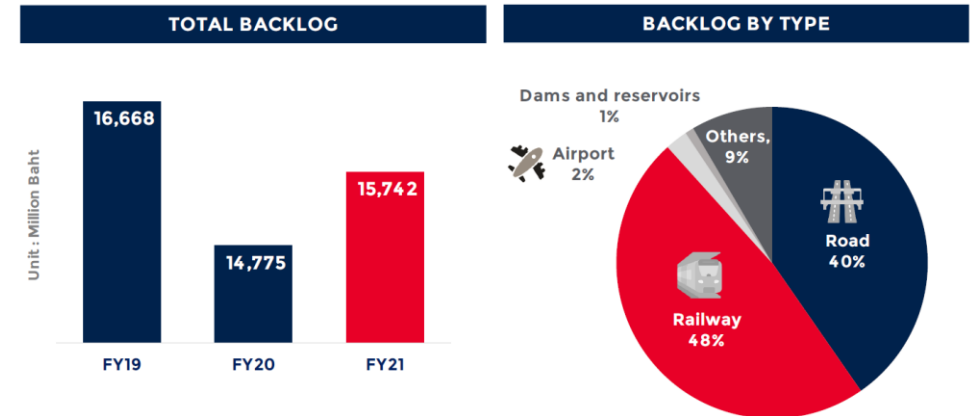


Sources: Company Data

Figure 3 : มูลค่างานใน Backlog

CIVIL'S BACKLOG

ณ สิ้น ธ.ค. 2021 มี Backlog 1.6 หมื่นล้านบาท รองรับการรับรู้รายได้อย่างน้อยระดับ 5-6 พันล้านบาท ไปได้อีก 2-3 ปี

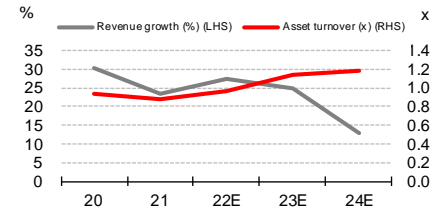


Sources: Company Data

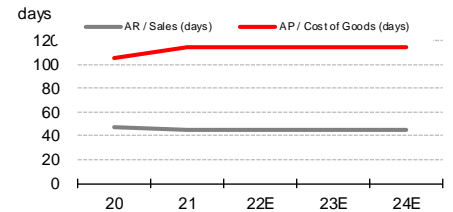
CIVIL: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	4,095	5,046	6,420	8,020	9,063
Cost of sales and services	(3,723)	(4,541)	(5,782)	(7,281)	(8,158)
Gross profit	371	505	638	739	905
SG&A	(293)	(286)	(315)	(331)	(347)
EBIT	79	219	323	408	558
Interest expense	(9)	(6)	(5)	(4)	(4)
Other income/exp.	18	18	18	18	18
EBT	87	231	336	423	572
Corporate tax	(20)	(38)	(67)	(85)	(114)
After-tax net profit (loss)	68	193	269	338	458
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	19	0	0	0	0
Net profit (loss)	87	193	269	338	458
Reported EPS	0.17	0.39	0.38	0.48	0.65
Fully diluted EPS	0.17	0.39	0.38	0.48	0.65
Core net profit	68	193	269	338	458
Core EPS	0.14	0.39	0.38	0.48	0.65
EBITDA	302	483	597	680	810
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	30.4	23.2	27.2	24.9	13.0
Gross margin (%)	9.1	10.0	9.9	9.2	10.0
EBITDA margin (%)	7.4	9.6	9.3	8.5	8.9
Operating margin (%)	1.9	4.3	5.0	5.1	6.2
Net margin (%)	2.1	3.8	4.2	4.2	5.0
Core profit margin (%)	1.7	3.8	4.2	4.2	5.0
ROA (%)	2.0	3.4	4.0	4.8	6.0
ROCE (%)	4.3	7.7	9.6	11.1	14.1
Asset turnover (x)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
Current ratio (x)	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
Gearing ratio (x)	1.3	2.4	0.6	0.5	0.5
Interest coverage (x)	8.8	34.4	71.7	113.1	136.8
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	274	698	903	522	626
Accounts receivable	534	618	786	982	1,109
Inventory	96	205	262	329	369
PP&E-net	982	946	972	900	848
Other assets	3,058	4,060	3,922	4,597	5,043
Total assets	4,945	6,526	6,844	7,329	7,995
Accounts payable	1,071	1,421	1,809	2,278	2,553
ST debts & current portion	1,258	1,708	1,062	864	968
Long-term debt	109	107	118	130	143
Other liabilities	1,448	2,519	2,001	2,001	2,001
Total liabilities	3,885	5,754	4,990	5,273	5,664
Paid-up capital	500	500	700	700	700
Share premium	(78)	(78)	642	642	642
Retained earnings	637	350	511	714	989
Shareholders equity	1,059	772	1,853	2,056	2,331
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	4,945	6,526	6,844	7,329	7,995
CASH FLOW (Btm)					
Net income	87	193	269	338	458
Depreciation and amortization	223	264	274	272	252
Change in working capital	(1,396)	(1,118)	(87)	(939)	(614)
FX, non-cash adjustment & others	382	1,376	(129)	469	274
Cash flows from operating activities	(705)	715	328	141	370
Capex (Invest)/Divest	(182)	(57)	(300)	(200)	(200)
Others	(26)	(119)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(207)	(176)	(300)	(200)	(200)
Debt financing (repayment)	774	453	(646)	(198)	104
Equity financing	0	0	920	0	0
Dividend payment	(40)	(480)	(108)	(135)	(183)
Others.	(139)	(88)	11	12	13
Cash flows from financing activities	596	(115)	177	(321)	(66)
Net change in cash	(316)	424	205	(381)	104
Free cash flow (Btm)	(886)	657	28	(59)	170
FCF per share (Bt)	(1.8)	1.3	0.0	(0.1)	0.2
Key assumption					
Construction Revenue	3,752	4,803	6,027	7,527	8,519
Sales	327.7	226.6	376.3	476.3	526.0
Rental revenue	14.7	16.0	16.5	17.0	17.5
%GP - Construction	9.3%	10.1%	9.9%	9.1%	9.9%
%GP - Sales	5.5%	6.9%	9.6%	10.5%	10.5%
%GP - Rental	37.1%	33.8%	35.0%	35.0%	35.0%

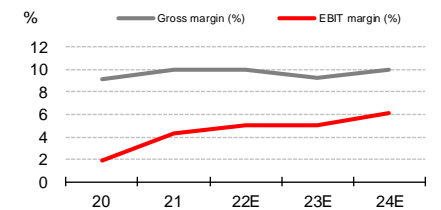
Revenue growth and asset turnover



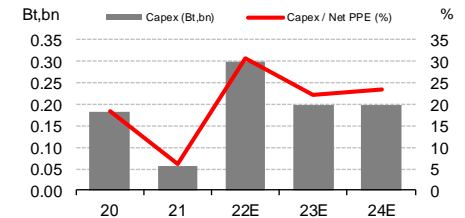
A/C receivable & A/C payable days



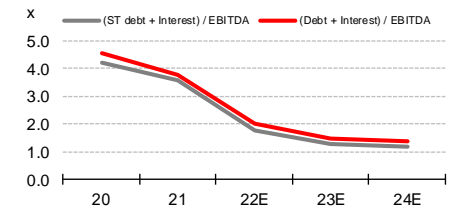
Profit margins



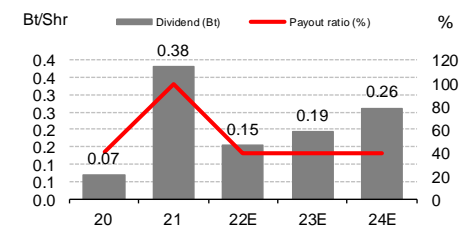
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



CIVIL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Revenue	1,128	1,182	1,221	1,320	1,323
Cost of sales and services	(1,032)	(1,033)	(1,106)	(1,177)	(1,225)
Gross profit	96	149	115	143	98
SG&A	(69)	(64)	(70)	(79)	(73)
EBIT	28	85	45	64	25
Interest expense	(3)	(2)	(2)	(1)	(1)
Other income/exp.	3	5	3	6	5
EBT	28	88	46	68	28
Corporate tax	(6)	(19)	(3)	(11)	(6)
After-tax net profit (loss)	21	69	44	57	22
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)	21	69	44	57	22
Reported EPS	0.04	0.14	0.09	0.11	0.04
Fully diluted EPS	0.04	0.14	0.09	0.11	0.04
Core net profit	21	69	44	57	22
Core EPS	0.04	0.14	0.09	0.11	0.04
EBITDA	88	146	111	132	94

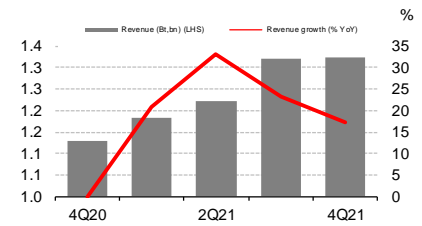
KEY RATIOS

Gross margin (%)	8.5	12.6	9.4	10.8	7.4
EBITDA margin (%)	7.8	12.4	9.1	10.0	7.1
Operating margin (%)	2.5	7.2	3.7	4.8	1.9
Net margin (%)	1.9	5.8	3.6	4.3	1.7
Core profit margin (%)	1.9	5.8	3.6	4.3	1.7
BV (Bt)	2.1	1.7	1.7	1.9	1.5
ROE (%)	8.1	33.4	20.0	24.7	11.7
ROA (%)	1.7	4.4	2.9	3.7	1.4
Current ratio (x)	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	1.3	1.6	1.7	1.7	2.4
Interest coverage (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4

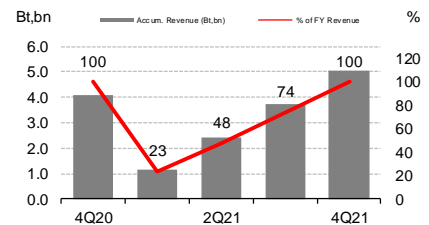
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	274	1,400	731	640	698
Accounts receivable	534	282	375	877	618
Inventory	96	149	186	227	205
PP&E-net	982	987	986	982	946
Other assets	3,058	3,512	3,656	3,447	4,060
Total assets	4,945	6,330	5,935	6,173	6,526
Accounts payable	1,071	1,545	1,147	1,346	1,421
ST debts & current portion	1,258	1,185	1,386	1,489	1,708
Long-term debt	109	113	126	120	107
Other liabilities	1,448	2,658	2,403	2,289	2,519
Total liabilities	3,885	5,502	5,062	5,243	5,754
Paid-up capital	500	500	500	500	500
Share premium	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
Retained earnings	637	406	450	507	350
Shareholders equity	1,059	829	872	930	772
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	4,945	6,330	5,935	6,173	6,526

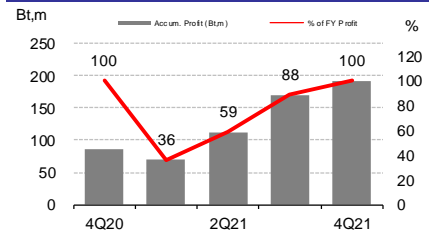
Revenue trend



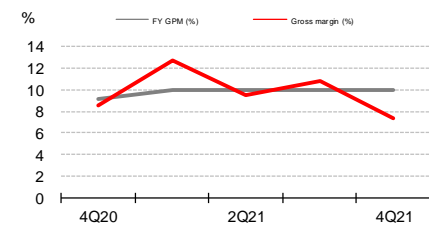
Revenue trend (accumulated)



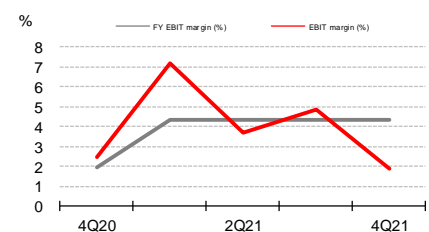
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



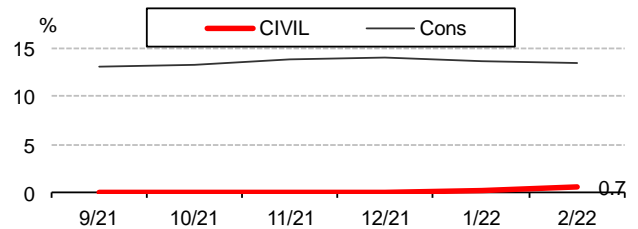
Company profile

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

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
CH. Karnchang	CK TB	THB20.10	1,001	26.8	15.7	40.1	70.7	1.3	1.2	4.8	7.9	1.5	2.5
Pylon	PYLON TB	THB4.84	109	18.0	n.m.	8.4	n.m.	2.9	3.0	16.6	-4.5	3.9	-1.1
Seafco	SEAFKO TB	THB4.02	89	9.4	6.7	16.5	40.2	1.4	1.3	16.1	20.6	5.3	7.4
Sino-Thai Engineering & Cons.	STEC TB	THB13.40	611	16.5	14.2	74.7	16.0	1.5	1.4	8.2	10.5	2.4	2.8
Civil Engineering	CIVIL TB	THB5.45	112	14.2	11.3	-0.3	25.7	2.1	1.9	20.5	17.3	2.8	3.5
Simple average				17.0	12.0	27.9	38.2	1.8	1.8	13.3	10.4	3.2	3.1

Foreign holdings



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	SCC	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	CHI	PTL	STGT	TKN	DELTA	MAJOR	MEGA	ACE	JMART	BEC	SYNEX
QH	BLA	KEX	RCL	SINGER	SIRI	STARK	TIDLO	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

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.