

Civil Engineering

CIVIL TB / CIVIL.BK

Bottom-fishing: หุ่นรับเหมายก ที่เก็บสะสมได้

จากงาน Opportunity day วานนี้ ทำให้เรามั่นใจมากขึ้นว่า CIVIL เป็นหุ้นในกลุ่มรับเหมายก ที่สามารถ “ทยอยสะสม” เล่นแอสซีในระยะกลางได้ดีกว่าคู่แข่งอื่นๆ จาก 1) แรงกดดันด้านต้นทุนวัสดุก่อสร้างและโครงการ Margin ใกล้เคียงแล้ว 2) ผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงจะไม่ได้มากเหมือนที่กังวลกัน และที่สำคัญ 3) เตรียมลงนามโครงการใหญ่เพิ่ม Backlog ขยายเท่าตัว รองรับฐานรายได้มั่นคงขึ้น

เริ่มขยับได้ หลังมรสุมลูกใหญ่ผ่านไป

โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีน สัญญา 2-1 ที่ GM ต่ำมาก และดูภาพรวมอัตราค่าใ้แล้ว มีความคืบหน้าแล้ว 99% ณ สิ้น มี.ค. 2023 และจะจบในเร็วๆ นี้ ถือว่าเร่งงานได้เร็วกว่าที่ประเมินไว้ ทำให้ภาพรวม GM ก่อสร้างฯ ปีนี้ มีโอกาสจะขยับไปอยู่ระดับ 8-9% ได้ (สูงกว่าประมาณการเราที่ 7.8%) ขณะที่ต้นทุนวัสดุก่อสร้างก็ผันผวนน้อยลงแล้ว (แต่ยังคงยืนระดับสูงซึ่งจะชดเชยได้ด้วยค่า K อยู่แล้ว) ส่วนงานใน Backlog ที่มีก็รองรับเป้าหมายรายได้บริษัทที่ 6 พันล้านบาทอยู่แล้ว ซึ่งสูงกว่าประมาณการเราเล็กน้อย

Backlog มีโอกาสเติบ “เท่าตัว” ใน 2H23

ผู้บริหารอ็อปเดคข้อมูลที่น่าสนใจว่า ปัจจุบัน CIVIL อยู่ระหว่างรอลงนามสัญญาโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงฯ สัญญา 4-5 มูลค่าราว 1 หมื่นล้านบาท ซึ่งอยู่ระหว่างรอสำนักงานอัยการสูงสุดตรวจสอบตรวจสอบร่างสัญญา คาดว่าจะแล้วเสร็จ มี.ย.-ก.ค. 23 และจะทำให้งาน Backlog เพิ่มเป็นเท่าตัวจากปัจจุบันที่ 1.1 หมื่นล้านบาท และสามารถรองรับการเติบโตได้อีก 2-3 ปีจากนี้ ทั้งนี้ งานดังกล่าว CIVIL มีความได้เปรียบในแง่ทำเลที่ตั้งใกล้กับแหล่งเงินทุนของตนเอง และ Economy of scales จากความต่อเนื่องกับสัญญา 4-7 ที่ปัจจุบันดำเนินไปแล้ว 48% โดยจะเป็นการทำงานที่มีต่อเนื่องกันอีกด้วย ส่วนงาน Potential อื่นๆ มองไว้ราว 8 หมื่นล้านบาท และคาดหวังว่าจะมีโอกาสได้พันธมิตรเข้าร่วมประมูลโครงการ PPP ในอนาคตเมื่อการเมืองปลดล็อกด้วย

ผลกระทบจากค่าแรงขึ้นต่ำ อาจไม่ได้โดนตรงๆ ทั้งก่อน

เราประเมินผลกระทบการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอิงสมมติฐานสัดส่วนต้นทุนค่าแรงในแต่ละกลุ่มต่อต้นทุนขาย แบ่งเป็นกลุ่มแรงงานขั้นต่ำ 3% (สมมติฐานปรับขึ้น 27% เป็น 450 บาท) จ่ายมากกว่าขั้นต่ำ 3% (ปรับขึ้นเฉลี่ย 10%) และกลุ่มรับเงินเดือน 4% (ปรับขึ้นเฉลี่ย 10%) ได้ตัวเลขผลกระทบต่ออัตราค่าใ้หลักปี 2023 (คิดแค่ 4Q23) และ 2024 ที่ 0.2% และ 0.9% ตามลำดับ และกระทบต่อประมาณการกำไรปี 2023-24 ที่ 10% และ 28% ซึ่งตัวเลขดังกล่าวเป็นการประเมินแบบมองโลกในแง่ร้ายที่สุด (Worst case)

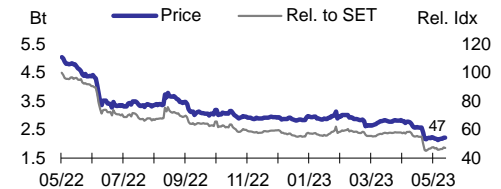
อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริง พลวัตของการปรับฯ ยืดหยุ่นมากกว่านั้น จาก 1) งานปัจจุบันจำนวนมาก ล็อคค่าจ้าง Sub-contractors ไว้แล้ว 2) งานใหม่ที่จะประมูลข้างหน้าก็จะบวกผลกระทบเรื่องค่าแรงเข้าไประยะแล้ว ดังนั้น เราจึงประเมินเบื้องต้นว่าผลกระทบต่อกำไรปี 2023-24 จริง (Base case) น่าจะอยู่ที่ 5-7% และ 15-20% ตามลำดับ ซึ่งน้อยกว่าที่เคยกังวลก่อนหน้านี้

Sector: Construction
UNDERWEIGHT

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 3.30 บาท

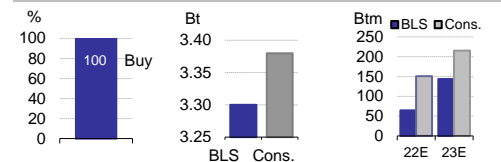
ราคา (29/5/66): 2.18 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(22.4)	(22.9)	(47.8)
Absolute	(21.6)	(27.8)	(54.6)

Key statistics

Market cap	Bt1.5bn	USD0.0bn
12-mth price range	Bt2.4/Bt5.1	
12-mth avg daily volume	Bt7m	USD0.2m
# of shares (m)	700	
Est. free float (%)	30.4	
Foreign limit (%)	49.0	

Consensus rating

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2022	2023E	2024E	2025E
Revenues (Btm)	6,064	6,187	7,153	7,910
Net profit (Btm)	64	144	224	364
EPS (Bt)	0.09	0.21	0.32	0.52
EPS growth (%)	-76.1%	+123.2%	+55.7%	+62.6%
Core profit (Btm)	64	144	224	364
Core EPS (Bt)	0.09	0.21	0.32	0.52
Core EPS growth (%)	-76.1%	+123.2%	+55.7%	+62.6%
PER (x)	23.7	10.6	6.8	4.2
PBV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7
Dividend (Bt)	1.38	0.08	0.13	0.21
Dividend yield (%)	63.3	3.8	5.9	9.6
ROE (%)	5.2	8.2	12.0	17.8

CG / CAC Anti-Corruption Certification


วิจิตร ธีรธรรมรัตน์,
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
ปัจจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th
+662 618 1336

ภูวดล ภูสอดเงิน, AISA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
Phoowadol.pho@bualuang.co.th
+662 618 1338

(Please read the next page)

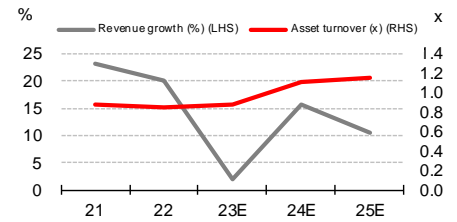
Valuation จูงใจ แม้จะรวมผลกระทบค่าแรงกรณีอนุรักษนิยมแล้ว

เรายังคงแนะนำสะสม CIVIL ในระยะกลาง (คงราคาเป้าหมาย 3.30 บาท) แม้ระยะสั้นยังมีประเด็นกดดันจากค่าแรงฯ แต่ก็ยังเป็นด้านท้ายๆ ก่อนเข้าโหมดของการแสวงหาลูกใหม่แล้ว เพราะมอง Downside risk ต่อ Valuation จำกัดปัจจุบันราคาหุ้นซื้อขายบน PER ปี 2023 เพียง 10.6 เท่า ต่ำกว่ากลุ่มที่ 15-16 เท่าอยู่มาก และแม้รวมผลกระทบค่าแรงแบบ Worst case ยังคงต่ำมากที่สุดที่ 12 และ 10 เท่า สำหรับปี 2023-24 ตามลำดับ

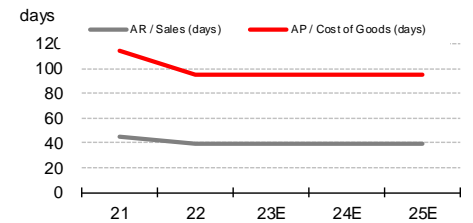
CIVIL: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	5,046	6,064	6,187	7,153	7,910
Cost of sales and services	(4,541)	(5,691)	(5,705)	(6,554)	(7,118)
Gross profit	505	372	482	599	792
SG&A	(286)	(316)	(332)	(349)	(366)
EBIT	219	56	150	251	426
Interest expense	(6)	(4)	(3)	(3)	(4)
Other income/exp.	18	33	33	33	33
EBT	231	85	180	280	455
Corporate tax	(38)	(20)	(36)	(56)	(91)
After-tax net profit (loss)	193	64	144	224	364
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)	193	64	144	224	364
Reported EPS	0.39	0.09	0.21	0.32	0.52
Fully diluted EPS	0.39	0.09	0.21	0.32	0.52
Core net profit	193	64	144	224	364
Core EPS	0.39	0.09	0.21	0.32	0.52
EBITDA	483	322	375	469	639
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	23.2	20.2	2.0	15.6	10.6
Gross margin (%)	10.0	6.1	7.8	8.4	10.0
EBITDA margin (%)	9.6	5.3	6.1	6.6	8.1
Operating margin (%)	4.3	0.9	2.4	3.5	5.4
Net margin (%)	3.8	1.1	2.3	3.1	4.6
Core profit margin (%)	3.8	1.1	2.3	3.1	4.6
ROA (%)	3.4	0.9	2.1	3.5	5.3
ROCE (%)	7.7	1.9	4.3	8.3	12.2
Asset turnover (x)	0.9	0.8	0.9	1.1	1.1
Current ratio (x)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2
Gearing ratio (x)	2.4	1.4	0.4	0.5	0.5
Interest coverage (x)	34.4	13.0	53.9	77.8	119.7
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	698	547	289	220	260
Accounts receivable	618	647	661	764	845
Inventory	205	217	218	250	272
PP&E-net	946	804	779	761	748
Other assets	4,060	5,569	4,246	4,660	4,984
Total assets	6,526	7,785	6,192	6,655	7,108
Accounts payable	1,421	1,482	1,485	1,706	1,853
ST debts & current portion	1,708	2,238	676	773	848
Long-term debt	107	97	107	118	130
Other liabilities	2,519	2,248	2,117	2,117	2,117
Total liabilities	5,754	6,065	4,386	4,714	4,949
Paid-up capital	500	700	700	700	700
Share premium	(78)	621	621	621	621
Retained earnings	350	399	485	620	838
Shareholders' equity	772	1,720	1,806	1,941	2,159
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	6,526	7,785	6,192	6,655	7,108
CASH FLOW (Btm)					
Net income	193	64	144	224	364
Depreciation and amortization	264	266	225	218	213
Change in working capital	(1,118)	(1,216)	1,310	(550)	(427)
FX, non-cash adjustment & others	1,376	(291)	(127)	221	147
Cash flows from operating activities	715	(1,176)	1,551	114	298
Capex (Invest)/Divest	(57)	(27)	(200)	(200)	(200)
Others	(119)	(281)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(176)	(308)	(200)	(200)	(200)
Debt financing (repayment)	453	535	(1,562)	97	76
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(480)	(14)	(58)	(90)	(146)
Others.	(88)	811	10	11	12
Cash flows from financing activities	(115)	1,332	(1,610)	18	(58)
Net change in cash	424	(152)	(258)	(69)	39
Free cash flow (Btm)	657	(1,203)	1,351	(86)	98
FCF per share (Bt)	1.3	(1.7)	1.9	(0.1)	0.1
Key assumption	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Construction Revenue	4,803	5,896	5,877	6,797	7,517
Sales	226.6	151.9	293.8	339.8	375.9
Rental revenue	16.0	15.9	16.4	16.9	17.4
%GP - Construction	10.1%	6.0%	7.6%	8.2%	9.9%
%GP - Sales	6.9%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
%GP - Rental	33.8%	36.8%	38.0%	39.0%	40.0%

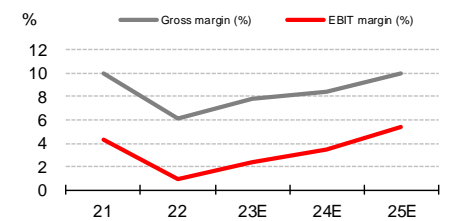
Revenue growth and asset turnover



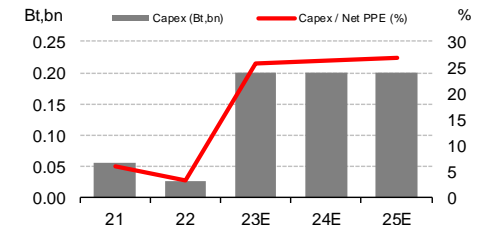
A/C receivable & A/C payable days



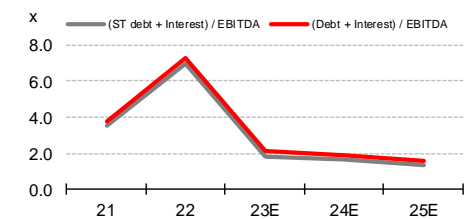
Profit margins



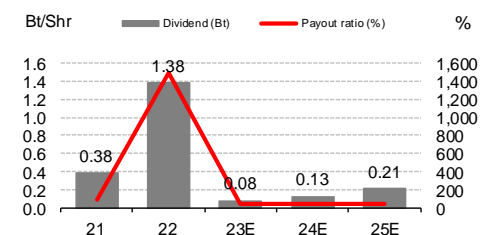
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



CIVIL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Revenue	1,644	1,551	1,407	1,461	1,439
Cost of sales and services	(1,509)	(1,433)	(1,402)	(1,347)	(1,313)
Gross profit	135	119	5	114	126
SG&A	(82)	(88)	(76)	(71)	(70)
EBIT	53	30	(71)	43	56
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Other income/exp.	5	11	11	6	8
EBT	57	40	(61)	48	64
Corporate tax	(17)	(10)	(8)	14	(16)
After-tax net profit (loss)	40	30	(69)	62	48
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)	40	30	(69)	62	48
Reported EPS	0.06	0.04	(0.10)	0.09	0.07
Fully diluted EPS	0.06	0.04	(0.10)	0.09	0.07
Core net profit	40	30	(69)	62	48
Core EPS	0.06	0.04	(0.10)	0.09	0.07
EBITDA	121	99	(2)	104	102

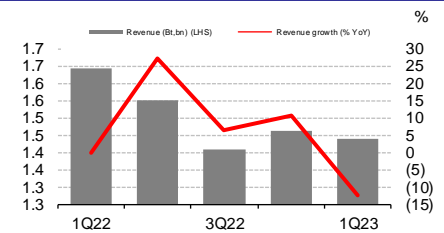
KEY RATIOS

Gross margin (%)	8.2	7.6	0.3	7.8	8.8
EBITDA margin (%)	7.3	6.4	(0.1)	7.1	7.1
Operating margin (%)	3.2	2.0	(5.0)	3.0	3.9
Net margin (%)	2.5	2.0	(4.9)	4.3	3.3
Core profit margin (%)	2.5	2.0	(4.9)	4.3	3.3
BV (Bt)	2.4	2.5	2.4	2.5	2.5
ROE (%)	9.4	7.0	(16.6)	14.5	10.9
ROA (%)	2.1	1.5	(3.5)	3.2	2.5
Current ratio (x)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
Gearing ratio (x)	0.9	1.2	1.4	1.4	1.3
Interest coverage (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

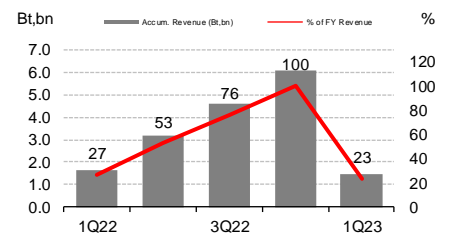
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	921	790	910	547	626
Accounts receivable	524	849	472	647	416
Inventory	258	301	303	217	238
PP&E-net	893	865	819	804	806
Other assets	4,967	5,182	5,362	5,569	5,621
Total assets	7,563	7,987	7,866	7,785	7,706
Accounts payable	1,532	1,678	1,664	1,482	1,541
ST debts & current portion	1,460	1,984	2,135	2,238	2,271
Long-term debt	118	108	107	97	100
Other liabilities	2,742	2,490	2,301	2,248	2,026
Total liabilities	5,852	6,260	6,207	6,065	5,938
Paid-up capital	700	700	700	700	700
Share premium	621	621	621	621	621
Retained earnings	390	407	338	399	447
Shareholders equity	1,711	1,727	1,659	1,720	1,768
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	7,563	7,987	7,866	7,785	7,706

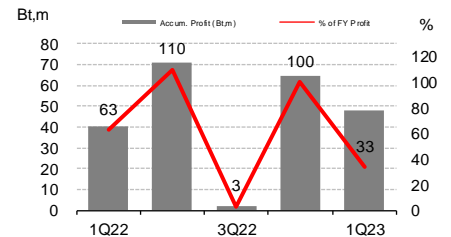
Revenue trend



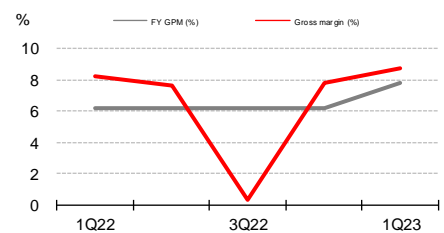
Revenue trend (accumulated)



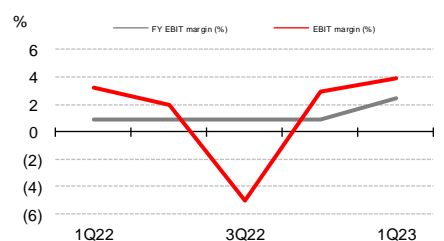
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

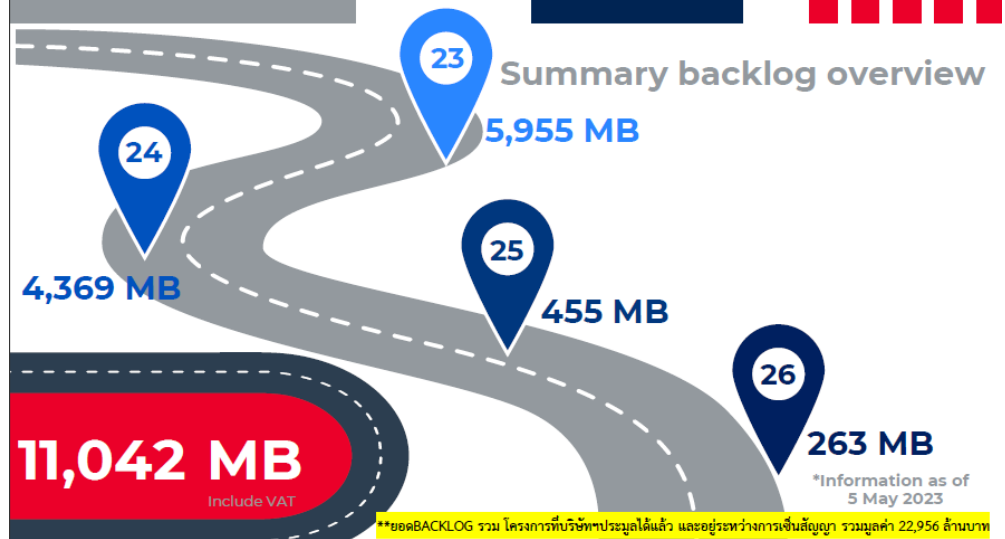


Company profile

บริษัท ซีวิลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง โดยกลุ่มบริษัทฯ เริ่มธุรกิจมาตั้งแต่ปี 2509 โดยคุณอารี ภัททศิริสุข งานที่เกี่ยวข้องชายและ มีชื่อเสียงคืองานทาง (ถนน ทางด่วน ทางพิเศษ) และมีโรงงานผลิตวัสดุก่อสร้างที่ตั้งอยู่ใกล้กับจุดก่อสร้างสำคัญใน 4 จังหวัด ช่วยลดต้นทุนวัสดุ และระยะเวลาในการขนส่ง ปัจจุบันงานหลักจะเป็นโครงการในแนวราบ เช่น งานทาง งานทางรถไฟ งานท่าอากาศยาน งานเขื่อนและอ่างเก็บน้ำ และธุรกิจจำหน่าย วัสดุก่อสร้าง ซึ่งกลุ่มบริษัทยังมีประตอมอเตอร์ทำเหมือนหินปูนที่สระบุรี นอกจากนี้ ยังได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับพันธมิตรเพื่อดำเนินโครงการขนาดใหญ่ด้วย

CIVIL มีงาน Backlog ณ 5 พ.ค. 2023 รวมที่ 1.1 หมื่นล้านบาท โดยหากแบ่งเป็นรายปีครอบคลุมประมาณการรายได้ปี 2023 ไปแล้ว (และมีโอกาสเกิด Upside) และในปี 2024 คิดเป็นราว 64% ของประมาณการรายได้ของเรา ทั้งนี้ ยังไม่รวมงานใหม่ที่บริษัทคาดว่าจะลงนามในช่วง 2H23 (รายละเอียดอยู่ใน Figure 3)

Figure 1 : มูลค่างาน Backlog สำคัญ และแผนการรับรู้รายได้ในแต่ละปี



Sources: Company Data

Figure 2 : ความคืบหน้าของโครงการหลักใน Backlog (ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2023)

KEY CURRENT PROJECTS

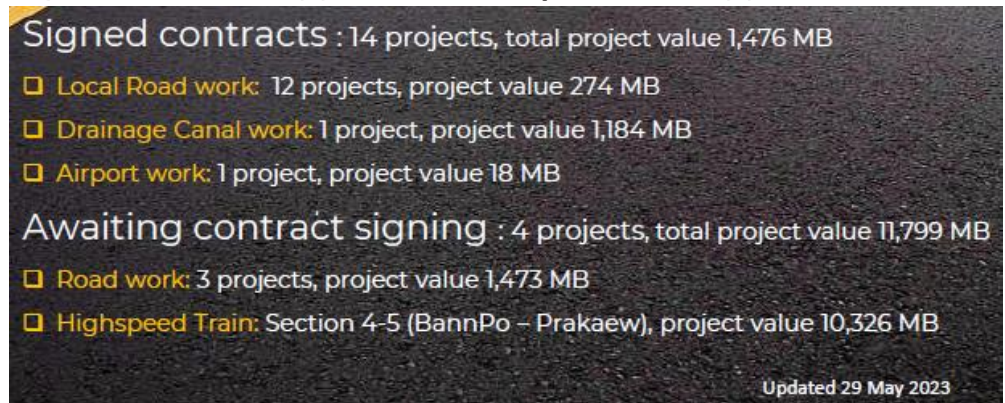
	PROJECTS	PROGRESS
RAILWAY	High speed railway Sikhio – Kutchik (Phase 2-1)	99%
	Double-Track railway Bangsaphannoi - Chumphon	99%
	High speed railway Saraburi-Nongkhai (Phase 4-7)	48%
ROAD & HIGHWAY	Highway 304 Pakkret – Government Complex	42%
	Expressway Route 82 Bang Khun Thian - Ban Phaeo (Section 8)	37%
	Express way Rama III – Daokanong – Outer ring road	29%
AIRPORT	Lampang Airport	97%
	Hua Hin Airport	96%

*Projects progress as of 31 March 2023

Sources: Company Data

Figure 3 : โครงการที่ลงนามสัญญาในช่วงที่ผ่านมา และที่อยู่ระหว่างรอลงนามสัญญาช่วง 2H23

CIVIL มีโครงการที่อยู่ระหว่างรอลงนามสัญญาสูงถึง 1.2 หมื่นล้านบาท ซึ่งโครงการใหญ่เป็นรถไฟความเร็วสูงสัญญา 4-5 มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท (ต่ำกว่าราคากลางราว 12%) ที่ปัจจุบันผ่านบอร์ดการรถไฟแห่งประเทศไทยแล้ว และอยู่ระหว่างสำนักงานอัยการสูงสุดตรวจสอบตรวจสอบร่างสัญญา คาดว่าจะแล้วเสร็จ มี.ย.-ก.ค. 23



Sources: Company Data

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
CH. Kamchang	CK TB	THB19.60	946	15.7	12.6	22.0	89.1	1.3	1.2	8.4	10.0	2.5	3.2
Pylon	PYLON TB	THB3.84	83	n.m.	n.m.	8.4	n.m.	2.4	n.m.	-4.5	0.0	-1.3	0.0
Seafco	SEAFKO TB	THB3.46	74	5.8	n.m.	16.5	40.2	1.1	n.m.	20.6	0.0	8.6	0.0
Sino-Thai Engineering & Cons.	STEC TB	THB9.60	408	14.8	12.6	20.6	11.6	0.8	0.7	5.0	6.0	2.7	3.2
Civil Engineering	CIVIL TB	THB2.18	45	10.8	6.9	-76.1	123.2	0.9	0.8	8.2	12.0	3.7	5.8
Simple average				11.8	10.7	-1.7	66.0	1.3	0.9	7.6	5.6	3.2	2.4

ESG

Total Score = 2.7/3

Environmental

Score 3.0



บริษัทมีนโยบายและเป้าหมายที่จะรักษาสิ่งแวดล้อมครอบคลุมทุกด้าน ทั้งพลังงาน (เพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน) การจัดการน้ำ (ใช้ 3R Reduce Reuse Recycle) การจัดการขยะและของเสีย (ใช้หลักวิศวกรรมในการบริหารกระบวนการกำจัดของเสีย) การบริหารจัดการมลพิษทางอากาศ (การนำเทคโนโลยีมาใช้) การจัดการปัญหาก๊าซเรือนกระจก (เริ่มนำรถ EV มาใช้ และใช้พลังงานจากแหล่งพลังงานทดแทนเพิ่มมากขึ้น) และการเลือกใช้วัสดุก่อสร้างที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมมากที่สุด (เน้นหลัก Green Construction)



Social

Score 3.0



บริษัทให้ความสำคัญกับ

- 1) พนักงาน เช่น สิทธิขั้นพื้นฐานและการพัฒนาและดูแลพนักงานในระยะยาว จำนวน 21 หลักสูตร แบ่งเป็นภายใน 5 หลักสูตร 129 ชั่วโมง และนอกองค์กร 16 หลักสูตร 174 ชั่วโมง จนถึงด้านความปลอดภัยและอาชีวอนามัย
- 2) ลูกค้าและผู้บริโภค
- 3) ชุมชนและสังคม โดยปี 2020 สนับสนุนเงินเพื่อสาธารณประโยชน์ 2.9 แสนบาท เช่น เพื่อฉีดวัคซีนสนับสนุนปรับปรุงโรงเรียน แะสถานอนามัย เป็นต้น

Governance

Score 2.0



บริษัทได้รับคะแนน CG Score ระดับ “ดีมาก” (4 ดาว) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

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	AMATA	AOT	BDMS	BH	CBG	CENTEL	CPALL	GLOBAL	GPSC	IRPC	KBANK	KCE	KTC	MINT
PTG	PTT	PITTEP	PITGC	SCB	SPRC	TOP	WHA	STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	CRC	CPF
CPN	HANA	HMPRO	IVL	OSP	SAWAD	BANPU	BCH	BTS	SCC	TU	INTUCH	RATCH	VGI	SCGP
COM7	DOHOME	JMT	CHG	TTB	BAM	BCP	AP	KTB	KKP	OR	BEM	GUNKUL	EA	SPALI
RBF	STGT	JMART	BEC	BLA	KEX	RCL	SINGER	STARK	TIDLOR	FORTH	TIPH	AAV	DELTA	BCPG
SABUY	THG	CKP	TRUE	PSL	SIRI	TQM	CK							

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.