



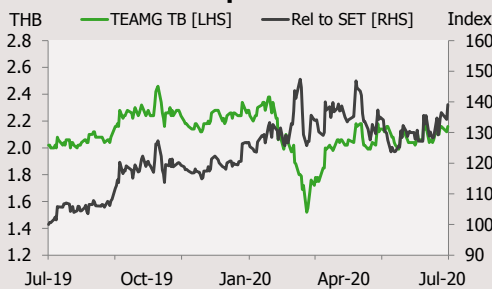
# TEAM Consulting Engineering and Management PCL

TEAMG TB	Outperform	
Target Price	Bt	2.82
Price (30/07/2020)	Bt	2.16
Upside	%	30.56
Valuation	PER	
Sector	Professional Services	
Market Cap	Btm	1,469
30-day avg turnover	Btm	14.39
No. of shares on issue	m	680
CG Scoring	Very Good	
Anti-Corruption Indicator	N/A	

## Investment fundamentals

Year-end Dec 31	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	1,836	1,631	1,919	2,126
Core profit (Btmn)	154	86	141	182
Net profit (Btmn)	115	86	141	182
Net EPS (Bt)	0.17	0.13	0.21	0.27
DPS (Bt)	0.12	0.08	0.13	0.19
BVPS (Bt)	1.36	1.41	1.48	1.56
Net EPS growth (%)	1.67	-25.14	63.03	28.92
ROA (%)	6.22	4.67	7.36	8.67
ROE (%)	12.52	9.20	14.35	17.57
Net D/E (x)	-0.35	-0.45	-0.38	-0.38
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	n.a.	16.99	10.42	8.09
P/BV (x)	n.a.	1.53	1.46	1.38
EV/EBITDA (x)	7.08	7.62	5.42	4.24
Dividend yield (%)	n.a.	3.53	6.24	8.66

## TEAMG TB rel SET performance



## Analyst

Pisut Ngamvijitvong

Pisut.n@kasikornsecurities.com

## Assistant Analyst

Saksit Pholmana

31 July 2020

Kasikorn Securities Public Company Limited

## หุ้นรับเหมาขนาดเล็ก

- ▶ เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่ 2.82 บาทจากการที่จะมีเมกะโปรเจกต์ การฟื้นตัวของภาคก่อสร้างภาคเอกชน และการบริหารเงินทุนเชิงรุก
- ▶ เราขอชมธุรกิจก่อสร้างต้นน้ำและกลางน้ำ อัตราการดำเนินงานที่สูง รูปแบบธุรกิจใช้เงินทุนน้อย และงบดุลที่ปราศจากหนี้สินของ TEAMG
- ▶ มูลค่าหุ้นน่าดึงดูด PER ล่วงหน้า 1 ปีสำหรับปี 64 ที่ 8 เท่า เทียบค่าเฉลี่ย 2 ปีที่ 12 เท่า และอุตสาหกรรมที่ 17 เท่า CAGR กำไรธุรกิจหลักรอบ 2 ปีที่ 45% (63-65)

## Investment highlights

- ▶ **ประวัติบริษัทฯ** TEAMG ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับสาธารณะ (IPO) เมื่อวันที่ 7 ก.ค. 2561 มีสถานะเป็นผู้รับเหมาก่อสร้างขนาดเล็ก ที่มีความเชี่ยวชาญด้านที่ปรึกษาและบริหารโครงการ ซึ่งถือเป็นบริการก่อสร้างต้นน้ำและกลางน้ำ รายได้ปี 2561 อยู่ที่ 1.65 พันลบ. (45% จากงานที่ปรึกษา/55% จากการบริหารโครงการ/52% จากงานภาครัฐ/48% จากงานเอกชน) มีกำไรสุทธิหลักที่ 114 ลบ. และอัตรากำไรสุทธิหลักที่ 6.9% เมื่อดูในช่วงปี 2559-62 พบว่ารายได้มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ในรอบ 3 ปีที่ 4% ขณะที่กำไรสุทธิหลักขยายตัวขึ้น 17% ขณะที่บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ และมีการจ่ายทุกครึ่งปี ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทฯ คือกลุ่มภักดิ์มัย (16%) และกลุ่มเปรมชื่น (9%)
- ▶ **ภาพรวมบริษัทฯ** TEAMG ดำเนินกิจการเป็นที่ปรึกษาโครงการก่อสร้างและบริการการบริหารโครงการ ซึ่งปกติแล้วจะมีสัดส่วน 2-4% ของมูลค่าโครงการก่อสร้างทั้งหมด มูลค่า backlog ของ TEAMG ปกติแล้วจะอยู่ที่ราวๆ 3 พันลบ./ไตรมาส ความสามารถในการผลิตรายได้มีสูงถึง 2.3 พันลบ./ปี อัตราส่วน backlog ต่อรายได้ปกติแล้วอยู่ที่ 14%/ไตรมาส โดยมีรอบการรับรู้รายได้ที่ 1.5-24 เดือน ธุรกิจของ TEAMG นั้นใช้แรงงานเป็นหลัก เมื่อดูค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานจะพบว่าค่าใช้จ่ายพนักงานอยู่ 74% ขณะที่อัตรากำไรสุทธิหลักที่ 6.7%/8.4% ในปี 2561/62 ด้วยงบลงทุน (CAPEX) ที่ 1%/1.5% ต่อรายได้ และวัฏจักรเงินสดที่ 157/128 วันในปี 2561/62
- ▶ **ภาพรวมอุตสาหกรรม** แม้การลงทุนภาคเอกชนในปี 2563-64 จะชะลอตัวลง แต่เมกะโปรเจกต์ด้านโครงสร้างพื้นฐานที่จะเกิดขึ้นก็จะเป็นปัจจัยบวกกับ backlog ของ TEAMG ในปี 2564-65 คาดการณ์ backlog สูงสุดสำหรับ TEAMG อยู่ที่ 1.31-2.61 หมื่นลบ. ในช่วง 4-6 ปีข้างหน้า ทำให้ TEAMG มีโอกาสสร้าง backlog ที่สูงเป็นประวัติการณ์ในปีถัดๆ ไปได้ ทั้งนี้เราประเมินมูลค่า backlog ปี 2564-65 ได้ที่ 3.77 พันลบ. และ 3.55 พันลบ. โดยใช้รูปแบบการคำนวณเชิงถดถอย (regression)
- ▶ **ภาพรวมทางการเงิน** เราประเมินรายได้ปี 2563 ที่ 1.63 พันลบ. (-11% YoY) ปี 2564 ที่ 1.92 พันลบ. (-18% YoY) และปี 2565 ที่ 2.13 พันลบ. (+11% YoY) คิดเป็น CAGR รอบ 2 ปี (2563-65) ที่ 14% ด้วยเหตุนี้เราจึงประเมินว่ากำไรสุทธิหลักจะมี CAGR รอบ 2 ปีที่ 45% และคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) จะค่อยๆ ปรับเพิ่มขึ้นจาก 0.08 บาทในปี 2563 เป็น 0.19 บาทในปี 2565 (สูงสุดตั้งแต่ IPO ในปี 2561) โดยอิงอัตราการจ่ายเงินปันผล (payout ratio) ที่เพิ่มขึ้นจาก 65% ในปี 2562 เป็น 70% ในปี 2565 โดยรวม TEAMG นั้นมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ด้วยสถานะเงินสดสุทธิ 355 ลบ. และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (IBDs) ที่ 47 ลบ. ในไตรมาส 1/2563 เราคาดว่าบริษัทฯ จะมีเงินสดสุทธิในระดับสูงที่ 380 ลบ. ต่อไปในปี 2564 และ 410 ลบ. ในปี 2565

## Valuation

- ▶ "ซื้อ" เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ TEAMG ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายปี 2564 ที่ 2.82 บาท เราขอชม TEAMG เพราะ 1) ประโยชน์ที่จะได้รับจากเมกะโปรเจกต์ของรัฐบาล 2) อัตราการดำเนินงานที่สูง และ 3) พอร์ตที่หลากหลาย ขณะที่ปัจจัยบวกต่อมูลค่าหุ้นคือ 1) งานก่อสร้างภาคเอกชนที่เร็วตัวเร็วขึ้นในปี 2565 2) การปรับเพิ่ม payout ratio และ 3) การขยายธุรกิจที่มีรายได้ประจำ
- ▶ **ราคาเป้าหมาย** เราคำนวณราคาเป้าหมายปี 2564 ได้ที่ 2.82 บาท อิง PER ล่วงหน้า 1 ปีที่ 10.54 เท่า ด้วยวิธี two-step justified leading PER ทั้งนี้ TEAMG เพิ่งจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์เมื่อ 2 ปีก่อน จึงไม่สามารถทำการเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นได้ทันที
- ▶ **ปัจจัยเสี่ยง** 1) การเลื่อนเมกะโปรเจกต์ 2) งานก่อสร้างภาคเอกชนที่ชะลอตัวนานกว่าคาด และ 3) สภาพขาดแคลนแรงงาน/การปรับเพิ่มค่าแรง



## หุ้นรับเหมาขนาดใหญ่

### ภาพรวม

#### การใช้จ่ายระดับสูงของภาครัฐจะขัดเขยการลงทุนภาคเอกชนที่อ่อนแอ

มูลค่า backlog เจลี่ย 4 ปีในช่วง 2559-62 ของ TEAMG นั้นอยู่ที่ 3 พันลบ./ไตรมาส แม้การลงทุนภาคเอกชนจะชะลอตัวลงในปี 2563-64 แต่เราเชื่อว่าเมกะโปรเจกต์ของภาครัฐที่จะเกิดขึ้นจะกระตุ้น backlog ของ TEAMG ในช่วงปี 2564-65 ขึ้นได้ หากอิงจากสัดส่วนงานที่ปรึกษาและบริหารโครงการตามปกติ ต่อมูลค่างานก่อสร้างทั้งหมดที่ 2-4% ก็มองว่า TEAMG จะได้ backlog เพิ่มมากที่สุดราวๆ 1.31-2.61 หมื่นลบ. ในช่วง 4-6 ปีข้างหน้า ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ มีโอกาสทำ backlog ได้สูงเป็นประวัติการณ์ในปีถัดๆ ไป

เราประเมินมูลค่าการลงทุนภาครัฐที่ 1.1 ล้านลบ. ในปีงบประมาณ 2563 (+4.9% YoY) และเติบโตขึ้น 6% YoY ในปีงบประมาณ 2564 และ 4% YoY ในปี 2565 จากการลงทุนทั้งหมดของภาครัฐ เราพบว่าการประมูลเมกะโปรเจกต์ของภาครัฐมูลค่ารวม 6.53 แสนลบ. จะเกิดขึ้นในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า ขณะเดียวกันก็คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะอยู่ที่ 2.6 ล้านลบ. ในปีงบประมาณ 2563 (-12.3% YoY) และคาดว่าจะโตขึ้น 1.9% YoY ในปี 2564 และ 2% YoY ในปี 2565

ทั้งนี้การลงทุนภาครัฐที่เกี่ยวกับงานก่อสร้างนั้นคิดเป็น 73.3% ของการลงทุนของภาครัฐโดยเฉลี่ย ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนที่เกี่ยวกับงานก่อสร้างนั้นคิดเป็น 20.2% ของการลงทุนของภาคเอกชนโดยเฉลี่ย ธุรกิจที่ปรึกษาของ TEAMG ถือเป็นงานก่อสร้างต้นน้ำ ขณะที่ธุรกิจบริหารโครงการถือเป็นธุรกิจกลางน้ำ

Fig 1 List of upcoming mega infrastructure projects

Potential project	Owner	Value (Btbn)
<b>EEC development</b>		
Laem chabang port phase 3	PAT	84,361
Map Ta Phut industrial Port phase 3	MTPIE	55,400
<b>Mass transit</b>		
The MRT Western Orange Line	MRT	110,000
The MRT Southern Purple Line	MRT	100,449
Red line : Missing link	SRT	44,158
Light Red Line : Talingchan-Salaya	SRT	10,202
Light Red Line : Talingchan-Sirirajhospital	SRT	6,645
<b>Expressway- Motorway</b>		
Ekachai-Baan Paew elevation	EXAT	48,310
Motorway : Nakornpathom-ChaAm	EXAT	79,006
Motorway : Utraphimuk extension	DOH	28,360
<b>Railway</b>		
TH-CH high-speed train (Saraburi-Kaeng Koi)	RTN	10,421
Double track : Den Chai - Chiang Rai - Chiang Khong	SRT	70,000
Double track : Ban Phai - Nakhon Phanom	SRT	54,000

Source: Prachart Turakit, Bangkok Biznews, Company, KS Research

#### Backlog สูง แม้การลงทุนภาคเอกชนจะชะลอตัวลง

เราคำนวณ backlog สิ้นปี 2564/65 ได้ที่ 3.77 พันลบ./3.55 พันลบ. โดยอิงการคำนวณแบบ regression คิดเป็นการเซ็นสัญญางานใหม่ที่ 2.36 พันลบ. ในปี 2564 และ 1.91 พันลบ. ในปี 2565 สมมติฐานในการคำนวณแบบ regression รวมถึง 1) การลงทุนภาครัฐที่ 7.27 แสนลบ./7.56 แสนลบ. ในปี 2564/65 และ 2) การลงทุนภาคเอกชนที่ 1.74 ล้านลบ./1.77 ล้านลบ.

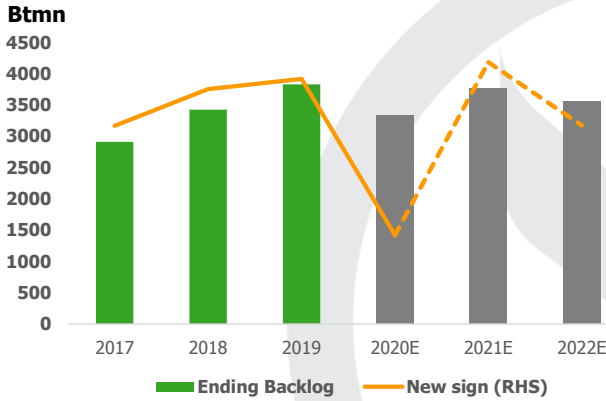
สำหรับปี 2563 เราได้รวมผลกระทบต่อมูลค่าการเซ็นสัญญางานใหม่และอัตราการรับรู้รายได้จาก backlog ที่อาจเกิดขึ้นจากวิกฤตไวรัสโควิด-19 มูลค่า backlog ของ TEAMG อยู่ที่ 3.58 พันลบ. ในไตรมาส 1/2563 ทั้งนี้ บริษัทฯ ขณะประมูลงานที่ปรึกษาใหม่ 7 โครงการ (แบ่งเป็นงานจัดหามา 4 โครงการ มอเตอร์เวย์ 2 โครงการ และโรงไฟฟ้า 1 โครงการ) ในช่วงเดือน เม.ย.-มิ.ย. 2563 ด้วยมูลค่าสัญญาารวมที่ 151 ลบ.

ด้วยเหตุดังกล่าว เราจึงคาดว่ามูลค่า backlog ของ TEAMG จะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 3.4 พันลบ. ในไตรมาส 2/2563 (เทียบกับ 3.2 พันลบ. ในไตรมาส 2/2562) 3.34 พันลบ. ในไตรมาส 3/2563 (เทียบกับ 3.14 พันลบ. ในไตรมาส 3/2562) และ 3.33 พันลบ. ในไตรมาส 4/2563 (เทียบกับ 3.83 พันลบ. ในไตรมาส 4/2562) ขณะเดียวกัน เราคาด



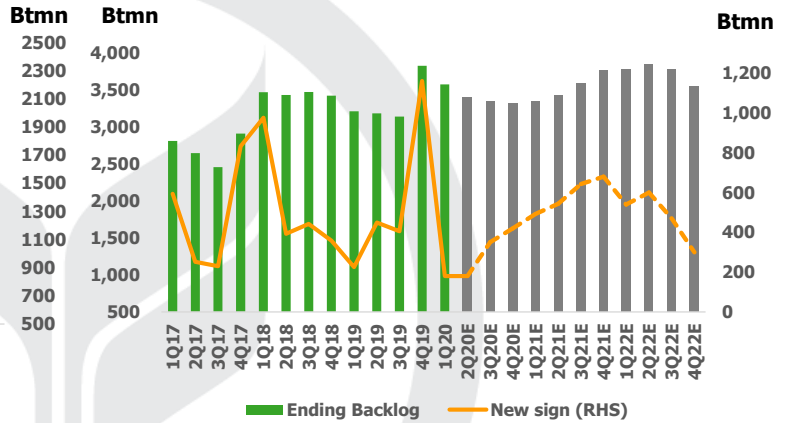
ว่ามูลค่าการเซ็นสัญญางานใหม่จะอยู่ที่ 180 ลบ. ในไตรมาส 2/2563 (เทียบกับ 449 ลบ. ในไตรมาส 2/2562) 350 ลบ. ในไตรมาส 3/2563 (เทียบกับ 405 ลบ. ในไตรมาส 3/2562) และ 420 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 (เทียบกับ 1.16 พันลบ. ในไตรมาส 4/2562) นอกจากนี้ เรามีสมมติฐานอัตราการรับรู้รายได้จาก backlog ที่ 12% ในไตรมาส 3/2563 และ 13% ในไตรมาส 4/2562 ซึ่งต่ำกว่าอัตราการรับรู้เฉลี่ยที่ 14% ตัวเลขดังกล่าวสะท้อนถึงความเป็นไปได้ที่จะมีการเลื่อนโครงการก่อสร้างของภาคเอกชน เนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 จากผลดังกล่าว เราจึงประเมินว่า TEAMG จะรับรู้รายได้ที่ 408 ลบ. ในไตรมาส 3/2563 (ลดลง 9.5% YoY) และ 435 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 (ลดลง 8.1% YoY) ทั้งนี้ วัฏจักรการรับรู้รายได้ของ TEAMG ปกติอยู่ที่ 1.5-24 เดือน

**Fig 2 New project signings to peak in 2021**



Source: Company, KS Research

**Fig 3 Ending backlog to remain high**



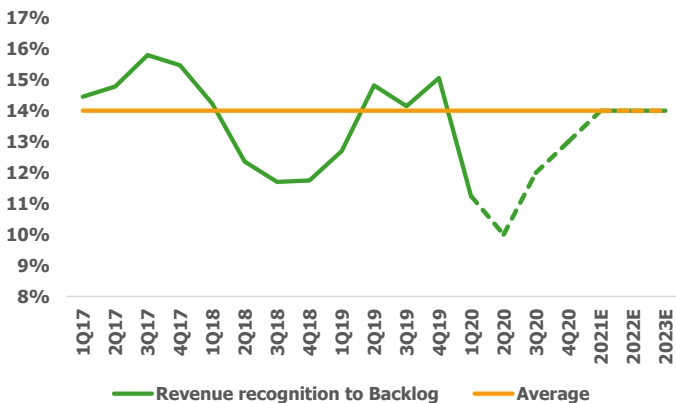
Source: Company, KS Research

### ทิศทางรายได้และกำไร

จากสมมติฐาน backlog ของเราข้างต้น เราสามารถคำนวณรายได้ปี 2563 ที่ 1.63 พันลบ. (-11% YoY) 1.92 พันลบ. สำหรับปี 2564 (+18% YoY) และ 2.13 พันลบ. สำหรับปี 2565 (+11% YoY) คิดเป็น CAGR รอบ 2 ปีที่ 14% ในช่วงปี 2563-65 เราคาดว่าอัตราการรับรู้รายได้จาก backlog ในช่วงปี 2564-65 ที่ 14% ต่อไตรมาส (เทียบกับ 11% ในปี 2563) ถึงอัตราการรับรู้เฉลี่ยรายไตรมาสในรอบ 3 ปี ขณะที่ประเมินว่ากำไรธุรกิจหลักในปี 2563 จะปรับลดลง 44% YoY เป็น 86.4 ลบ. จากอัตราการรับรู้รายได้จาก backlog ที่ชะลอลงและโครงสร้างต้นทุนคงที่ระดับสูงของบริษัทฯ (77% ของต้นทุนทั้งหมดเป็นค่าใช้จ่ายพนักงาน)

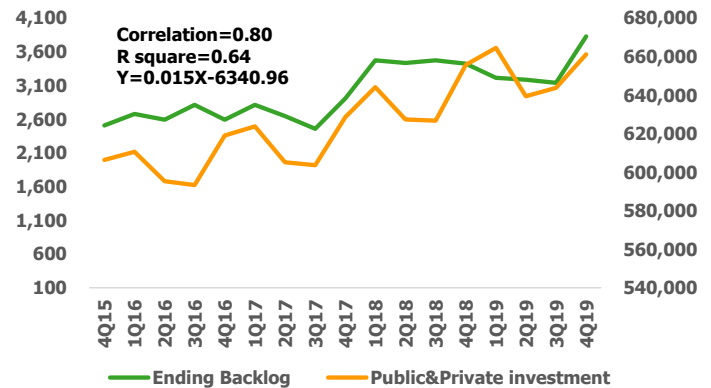
เราคาดว่ารายได้จะฟื้นตัวขึ้นในปี 2564 และแตะจุดสูงเป็นประวัติการณ์ในปี 2565 ซึ่งจะเร่งการเติบโตของกำไรธุรกิจหลักในปี 2564/65 เป็น 63%/29% จากอัตราผลตอบแทนดำเนินงาน ด้วยเหตุนี้เราจึงประเมินว่ากำไรธุรกิจหลักของ TEAMG จะมี CAGR รอบ 2 ปีในช่วง 2563-65 ที่ 45% ในช่วงที่ผ่านมา TEAMG ได้ปรับลดจำนวนพนักงานลงมาตั้งแต่ต้นปี 2563 ก่อนที่จะเกิดวิกฤตโควิด-19 ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของโครงการกระตุ้นประสิทธิภาพของบริษัทฯ ขึ้น

**Fig 4 Backlog-to-revenue conversion ratio to converge to the historical mean of 14%**



Source: Company, KS Research

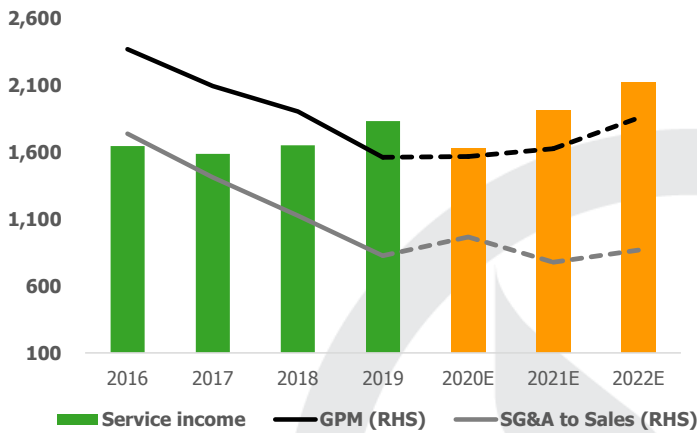
**Fig 5 High correlation between ending backlog and public and private investment**



Source: Company, KS Research

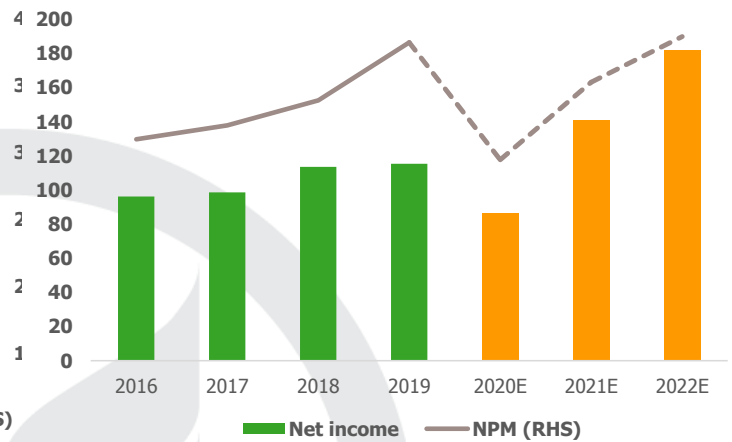


**Fig 6 Service income to increase from higher backlog**



Source: Company, KS Research

**Fig 7 Net income and NPM to increase from higher service income**



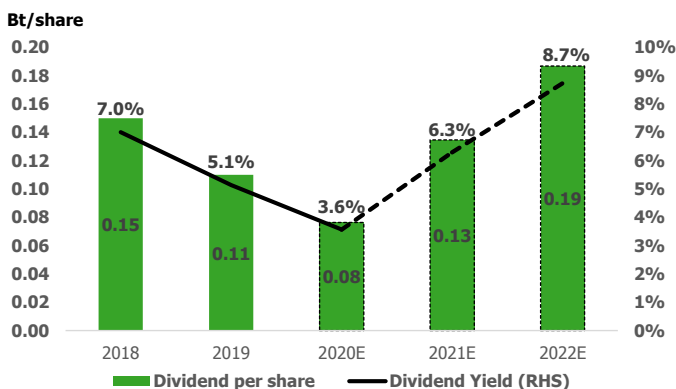
Source: Company, KS Research

### แผนการจัดการเงินทุนในเชิงรุกมากขึ้น

เราประเมินว่า DPS ของ TEAMG จะค่อยๆ ปรับสูงขึ้นจาก 0.08 บาทในปี 2563 เป็น 0.19 บาทในปี 2565 (สูงสุดตั้งแต่ IPO ในปี 2561) จากประมาณการ CAGR ของกำไรสุทธิจากรอบ 2 ปี (2563-65) ที่ 45% และ payout ratio ที่เพิ่มขึ้นจาก 65% ในปี 2562 เป็น 70% ในปี 2565 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) ที่ 3.6% ในปี 2563 6.3% ในปี 2564 และ 8.7% ในปี 2565 ขณะที่บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ

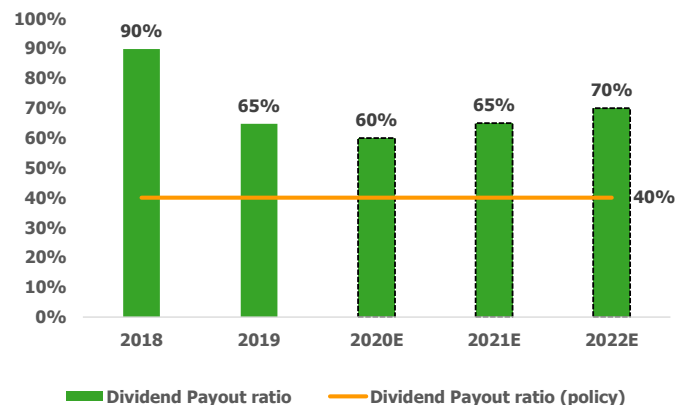
TEAMG นั้นมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ด้วยสถานะเงินสดสุทธิ 355 ลบ. และ IBIDs ที่ 47 ลบ. ในไตรมาส 1/2563 เราคาดว่าบริษัทฯ จะมีเงินสดสุทธิในระดับสูงที่ 380 ลบ. ต่อไปในปี 2564 และ 410 ลบ. ในปี 2565 ขณะที่มวัฏจักรเงินสดที่ 128 วันในปี 2562 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 129-141 วันในปี 2563-65 เราเชื่อว่าโครงสร้างเงินทุนของ TEAMG นั้นแข็งแกร่งพอที่จะจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นหรือเดินหน้าขยายกิจการเพิ่มเติม

**Fig 8 Dividend per share and dividend yield**



Source: Company, KS Research

**Fig 9 Dividend payout and dividend policy**



Source: Company, KS Research

### ธุรกิจใหม่ที่ให้รายได้ประจำ

ผู้บริหารระบุว่า TEAMG กำลังมองหาการลงทุนในธุรกิจใหม่ๆ ที่ให้รายได้ประจำ แต่ก็จะต้องดำเนินการอย่างรอบคอบ ซึ่งเรามีมุมมองเชิงบวกต่อแผนการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจจากโครงสร้างเงินทุนที่ยังไม่มีประสิทธิภาพของบริษัทฯ ปัจจุบัน TEAMG มีการบริหารโครงการบำบัดน้ำเสียของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ที่สร้างกระแสรายได้ที่มั่นคงตลอดอายุสัญญา 10 ปี



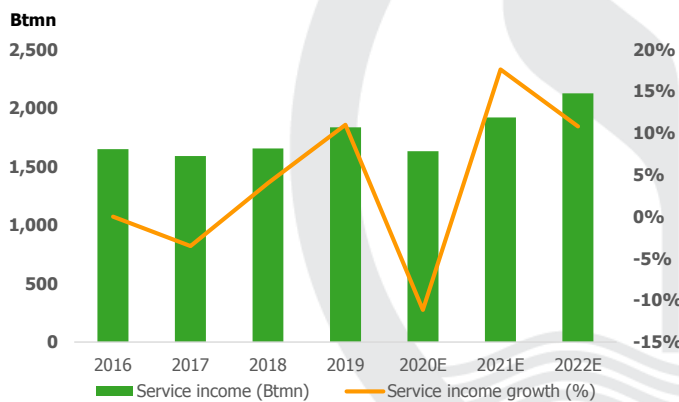
## ประเด็นสำคัญทางการเงิน

### การเติบโตของกำไร

เราประเมินว่า backlog ระดับสูงและเมกะโปรเจกต์ของภาครัฐที่จะเกิดขึ้น จะนำไปสู่การเซ็นสัญญาโครงการใหม่ที่มีมูลค่าสูง และทำให้อัตรารับร่ำรายได้จาก backlog ปรับสูงขึ้น เราจึงประเมินว่ารายได้ปี 2564/65 จะเติบโตขึ้น 18%/11% YoY เมื่อรวมโครงสร้างต้นทุนการดำเนินงานคงที่ระดับสูงของบริษัทฯ เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิหลักจะพุ่งสูงขึ้น 63%/29% YoY ในปี 2564/65

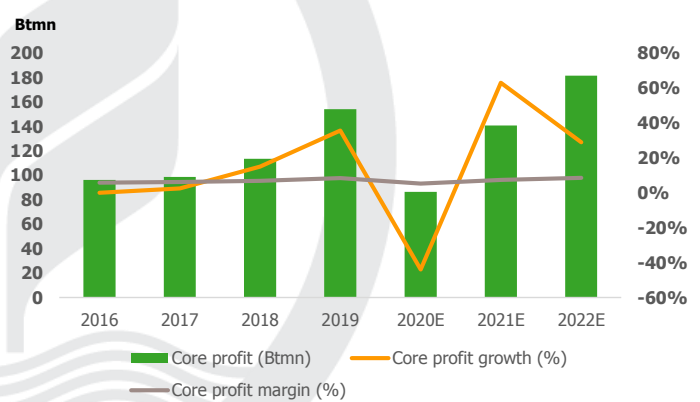
ในปี 2563 เราคาดว่ากำไรสุทธิหลักจะปรับลดลง 43.9% YoY เป็น 86.43 ลบ. จากสถานการณ์โควิด-19 ที่ส่งผลให้ภาครัฐและเอกชนเลื่อนโครงการต่างๆ ออกไป ทั้งนี้ เราประเมินว่ารายได้ปี 2563 จะลดลง 11.3% YoY เป็น 1.63 พันลบ. ส่วนในช่วงปี 2559-62 พบว่า TEAMG มีกำไรสุทธิหลักที่เติบโตในระดับ CAGR 17% อย่างต่อเนื่อง ด้วยแรงหนุนจาก CAGR ด้านมูลค่า backlog และการรับร่ำรายได้รอบ 3 ปีดังกล่าวที่แข็งแกร่งในระดับ 13.9% และ 3.7% ตามลำดับ

Fig 10 Service income trend and YoY growth



Source: Company, KS Research

Fig 11 Core profit trend and YoY growth



Source: Company, KS Research

### สมมติฐานที่สำคัญ

สถานการณ์ของไวรัสโควิด-19 ส่งผลให้ภาคเอกชนและรัฐบาลเลื่อนโครงการต่างๆ ออกไป ซึ่งเป็นการยากที่จะหางานใหม่ๆ เข้ามาในสถานการณ์เช่นนี้ ดังนั้นเราจึงคาดว่า backlog สิ้นปี 2563 จะลดลงมาอยู่ที่ 3.33 พันลบ. จากคาดการณ์ว่ามูลค่าการเซ็นสัญญางานใหม่จะลดลงเป็น 1.13 พันลบ. เทียบกับ 2.24 พันลบ. ในปี 2562 อย่างไรก็ตาม ในการที่รัฐบาลจะกระตุ้น GDP ขึ้น ทางรัฐจึงมีแผนการเร่งโครงการในแผนงานให้เกิดขึ้นเร็วยิ่งขึ้น เราคาดว่าโครงการภาครัฐที่จะเกิดขึ้นจะเอื้อให้ TEAMG เซ็นสัญญางานใหม่ได้ 2.36 พันลบ./1.9 พันลบ. ในปี 2564/65 และทำให้ backlog สิ้นปีดังกล่าวอยู่ที่ 3.77 พันลบ. และ 3.55 พันลบ. ตามลำดับ

TEAMG รับร่ำรายได้ 14% จาก backlog ในช่วงต้นของแต่ละไตรมาส หรือคิดเป็น 56% ต่อปี เราคาดว่าอัตรารับร่ำรายได้จาก backlog จะลดลงเป็น 42.6% ในปี 2563 จากการเลื่อนบางโครงการออกไป จากนั้นจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 57.7-56.4% ในปี 2564-65 หลังจากที่โครงการต่างๆ ที่เลื่อนออกไปเริ่มกลับมาดำเนินการตามแผนอย่างรวดเร็ว

ในปี 2562 พบว่ามีค่าใช้จ่ายพิเศษครั้งเดียวจากกฎเกณฑ์ด้านแรงงานที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อยู่ที่ 29.6% หากไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว GPM จะอยู่ที่ 31.7% ทั้งนี้ เราคาดว่า GPM จะลดลง YoY เป็น 29.7% ในปี 2563 จากโครงสร้างต้นทุนคงที่ระดับสูงที่เกี่ยวข้องกับค่าใช้จ่ายพนักงาน ทั้งนี้ เราคาดว่า GPM ในปี 2564/65 จะขยายตัวขึ้นเป็น 30.3%/32.6% จากรายได้ที่สูงขึ้น

เราคาดว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/sales ratio) ในปี 2563 จะเพิ่มเป็น 23.67% แม้จะลดลงเป็น 19.4% ในไตรมาส 1/2563 จากการควบคุมต้นทุนที่ดี เราประเมินว่า SG&A/sales ratio ดังกล่าวจะไม่ยั่งยืน เนื่องจาก SG&A นั้นประกอบด้วยต้นทุนคงที่เป็นส่วนใหญ่ และจากการที่ค่าบริษัทฯ จะเพิ่มจำนวนพนักงานขึ้นจากเมกะโปรเจกต์ที่จะเพิ่มเข้ามาในปี 2564-65 ดังนั้นเราจึงคาดว่าจำนวนพนักงานจะเพิ่มขึ้น 4.2%/4% และค่าใช้จ่ายพนักงานจะเพิ่มขึ้น 6.5%/9% ในปี 2564/65



**Fig 12 Key financial assumptions**

Key performance	Yearly						
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Service income (Btmn)	1,648.2	1,590.2	1,654.2	1,836.0	1,631.2	1,918.8	2,125.9
Gross profit (Btmn)	621.9	556.3	547.1	544.2	484.4	581.0	692.9
EBITDA (Btmn)	134.3	147.8	168.7	173.8	137.1	202.1	250.8
EBIT (Btmn)	134.9	126.5	142.5	145.6	107.2	173.6	223.2
Net profit (Btmn)	96.23	98.70	113.56	115.45	86.43	140.90	181.65
Core profit (Btmn)	96.23	98.70	113.56	154.10	86.43	140.90	181.65
Core profit margin (%)	5.8%	6.2%	6.9%	8.4%	5.3%	7.3%	8.5%
Service income growth (%)	n.a.	-3.5%	4.0%	11.0%	-11.2%	17.6%	10.8%
Core profit growth (%)	n.a.	2.6%	15.1%	35.7%	-43.9%	63.0%	28.9%
ROA (%)	7.2%	7.3%	7.2%	6.2%	4.7%	7.4%	8.7%
ROE (%)	32.0%	26.2%	16.4%	12.5%	9.2%	14.4%	17.6%
DPS (Bt/share)	n.a.	n.a.	0.15	0.11	0.08	0.13	0.19

Key assumptions	Yearly						
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
New signings (Btmn)	n.a.	1,907	2,168	2,240	1,130	2,359	1,910
Ending Backlog (Btmn)	2,595	2,912	3,426	3,830	3,328	3,769	3,553
Revenue recognition to Backlog (%)	n.a.	61.3%	56.8%	53.6%	42.6%	57.7%	56.4%
Gross profit margin (%)	37.7%	35.0%	33.1%	29.6%	29.7%	30.3%	32.6%
SG&A to sales (%)	31.4%	28.1%	25.3%	22.3%	23.7%	21.8%	22.7%
Operating profit margin (%)	6.3%	6.8%	7.8%	7.4%	6.0%	8.5%	9.9%
Net profit margin (%)	5.8%	6.2%	6.9%	6.3%	5.3%	7.3%	8.5%
Dividend payout ratio (%)	23.4%	121.1%	89.8%	64.8%	60.0%	65.0%	70.0%

Financial position	Yearly						
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net Debt / EBITDA ratio (x)	(1.33)	0.21	(1.23)	(1.87)	(3.14)	(1.88)	(1.64)
Net Debt / Equity ratio (x)	(0.62)	0.07	(0.22)	(0.35)	(0.45)	(0.38)	(0.38)
Liabilities / Equity (x)	3.89	1.77	0.97	1.03	0.88	0.99	1.04
Receivable collection period (days)	138	155	227	188	189	203	203
Days payable outstanding (days)	114	81	70	60	60	61	63
Cash conversion cycle (days)	30	74	157	128	129	143	141

Source: Company, KS Research

### พรีวิจ่าไร

เราคาดว่ากำไรสุทธิหลักในไตรมาส 2/2563 จะอยู่ที่ 13 ลบ. ลดลง 48% YoY จากรายได้บริการและ GPM ที่ลดลง ทั้งนี้ เราได้ปรับลดการรับรู้รายได้จาก backlog เป็น 10% เทียบกับ 14.8% ในไตรมาส 2/2562 จากการเลื่อนบางโครงการออกไป จากผลดังกล่าวจึงคาดว่ารายได้บริการในไตรมาส 2/2563 จะลดลง 25% เป็น 358 ลบ. ขณะที่คาดว่า GPM จะลดลงเป็น 25.1% จาก 26% ในไตรมาส 2/2562 ซึ่งเป็นผลมาจากโครงสร้างต้นทุนคงที่ระดับสูง ทั้งนี้ หากพิจารณาประมาณการกำไรสุทธิหลักในไตรมาส 2/2563 รวมด้วย พบว่ากำไรสุทธิหลักสะสม 6 เดือนแรกของปี 2563 นั้นคิดเป็น 44% ของประมาณการทั้งปี 2563 ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิหลักในครึ่งหลังของปี 2563 จะเร่งตัวขึ้นเป็น 48 ลบ.



Fig 13 Earnings preview

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	%YoY	%QoQ	2019	2020E	% change
<b>Financials</b>													
Sales (Btmn)	435	477	451	473	430	358	408	435	-24.9	-16.8	1,836	1,631	-11.2
EBITDA (Btmn)	26	13	53	43	26	15	27	30	12.7	-42.6	174	137	-21.1
Operating profit (Btmn)	26	13	53	43	26	15	27	30	12.7	-42.6	135	98	-27.4
Core profit (Btmn)	25	11	44	35	25	13	23	26	18.5	-47.5	154	86	-43.9
Net profit (Btmn)	25	11	44	35	25	13	23	26	18.5	-47.5	115	86	-25.1
Net EPS (Bt)	0.04	0.02	0.07	0.05	0.03	0.02	0.03	0.04	18.5	-41.6	0.17	0.13	-25.1
<b>Performance Drivers</b>													
New sign (Btmn)	225	449	405	1,161	180	180	350	420	-59.9	0.0	2,240	1,130	-50
Ending backlog	3,216	3,188	3,142	3,830	3,580	3,402	3,344	3,329	7	-5	3,830	3,328	-13
<b>Ratios</b>													
									Change		2019	2020E	Change
Gross margin (%)	28.0%	26.0%	33.1%	31.6%	25.5%	25.1%	33.4%	34.2%	-0.0	-0.0	29.6%	29.7%	0.1
EBITDA margin (%)	6.0%	2.8%	11.8%	9.0%	6.1%	4.2%	6.7%	6.9%	0.0	-0.0	9.5%	8.4%	-1.1
Optg. margin (%)	6.0%	2.8%	11.8%	9.0%	6.1%	4.2%	6.7%	6.9%	0.0	-0.0	7.4%	6.0%	-1.4
ROE (%)	10.7%	4.8%	19.3%	15.2%	9.4%	5.5%	9.7%	11.1%	0.0	-0.0	12.5%	9.2%	-3.3

Source: Company, KS Research

## มูลค่าหุ้นและคำแนะนำ

### เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ TEAMG ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายปี 2564 ที่ 2.82 บาท เราชอบ TEAMG เพราะ 1) ประโยชน์ที่จะได้รับจากเมกะโปรเจกต์ของรัฐบาล 2) อัตราการดำเนินงานที่สูง และ 3) พอร์ตที่หลากหลาย ขณะที่มียังจียบวกต่อมูลค่าหุ้นคือ 1) งานก่อสร้างภาคเอกชนที่เร่งตัวเร็วขึ้นในปี 2565 2) การปรับเพิ่ม payout ratio และ 3) การขยายธุรกิจที่มีรายได้ประจำ

เรายังคงมุมมองเชิง "บวก" ต่อกลุ่มรับเหมาก่อสร้างเพราะ 1) มีโครงการภาครัฐจำนวนมากที่จะนำเข้าประมูล 2) ต้นทุนวัตถุดิบและต้นทุนการเงินที่ลดลง และ 3) มูลค่าหุ้นที่ไม่แพง เมื่อดูภายในกลุ่มรับเหมาฯ แล้ว เราสามารถเรียงลำดับหุ้นตามความชอบได้ดังนี้ SEAFCO TEAMG และ STEC เพราะ 1) SEAFCO และ TEAMG ดำเนินกิจการก่อสร้างต้นน้ำ 2) ทั้ง 3 มี backlog สูง และ 3) SEAFCO มีศักยภาพที่จะได้งานใหม่จำนวนมาก โดยในบรรดาหุ้นกลุ่มรับเหมาฯ 7 บริษัทฯ ที่เราวิเคราะห์อยู่ เราเลือก SEAFCO TEAMG และ STEC เป็นหุ้นเด่นเพราะ 1) มี backlog สูง 2) มีศักยภาพที่จะได้งานใหม่ และ 3) มีมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง

เราคำนวณราคาเป้าหมายปี 2564 ได้ที่ 2.82 บาท อิง PER ล่วงหน้า 1 ปีที่ 10.54 เท่า ด้วยวิธีปรับ PER 2 ชั้นตอน ทั้งนี้ TEAMG เพิ่งจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์เมื่อ 2 ปีก่อน จึงไม่สามารถทำการเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นได้ทันที



**Fig 14 Valuation approach**

	2019A	2020E	2021E	2022E	3-year CAGR
Core profit (Btmn)	154	86	141	182	5.6%
Core EPS (Bt)	0.227	0.127	0.207	0.267	5.6%
DPS (Bt)	0.110	0.076	0.135	0.187	19.3%
Payout ratio	48.5%	60.0%	65.0%	70.0%	

**2-step justified leading P/E approach**

Payout 2021	65.0%
DPS 3-yr CAGR	19.3%
Rf	3%
Rm	8%
Adj beta (2 years)	0.795
Ke	9.4%
LTG rate	2%
Target P/E (x)	10.54
2022 core EPS (Bt)	0.27
<b>2021 target price (Bt)</b>	<b>2.82</b>

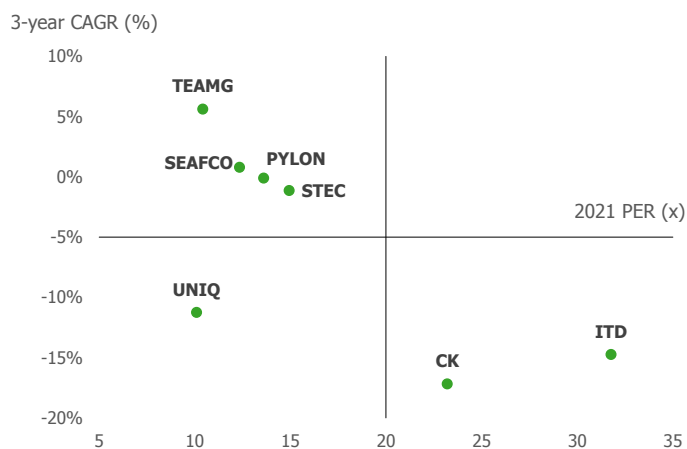
Source: Company, KS Research

**Fig 15 Target price sensitivity**

	3-year CAGR	PER(x)				
		8.5	9.5	10.5	11.5	12.5
Worst case	-10.0%	1.41	1.57	1.74	1.90	2.07
	-5.0%	1.66	1.85	2.04	2.24	2.43
Base case	5.6%	2.28	2.55	<b>2.82</b>	3.08	3.35
	10.0%	2.57	2.87	3.17	3.47	3.77
Best case	15.0%	2.95	3.30	3.65	3.99	4.34

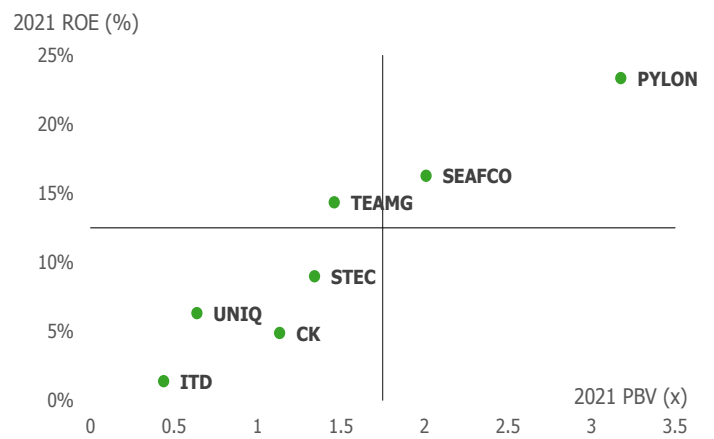
Source: Company, KS Research

**Fig 16 Stock position at a 3-year CAGR and 2021 PER**



Source: Company, KS Research

**Fig 17 Stock position at a 3-year ROE and 2021 PBV**



Source: Company, KS Research

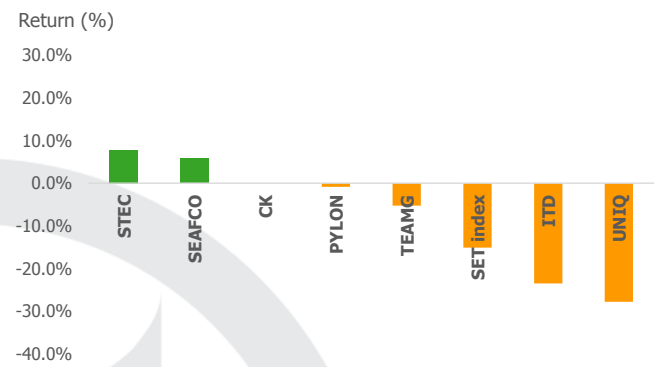


Fig 18 Stock price performances

From	% change				Level			
	YTD	Pre-crisis	Trough	Recovery	Share price/index			
	30/12/19	30/12/19	14/02/20	23/03/20	30/12/19	14/02/20	23/03/20	30/07/20
To	30/07/20	14/02/20	23/03/20	30/07/20	30/12/19	14/02/20	23/03/20	30/07/20
STEC	6.3%	18.3%	-36.3%	41.1%	14.2	16.8	10.7	15.1
CK	-2.1%	13.2%	-35.8%	34.8%	19	21.5	13.8	18.6
UNIQ	-28.5%	4.2%	-54.4%	50.6%	7.2	7.5	3.42	5.15
ITD	-26.8%	6.0%	-55.1%	53.5%	1.49	1.58	0.71	1.09
SEAFKO	18.3%	5.8%	-41.7%	91.9%	6	6.35	3.7	7.1
PYLON	-1.7%	10.2%	-42.3%	54.7%	4.72	5.2	3	4.64
TEAMG	-6.1%	0.0%	-33.3%	40.8%	2.28	2.28	1.52	2.14
SET index	-15.6%	-3.4%	-32.9%	30.2%	1579.84	1526.3	1024.46	1334.01

Source: Company, KS Research

Fig 19 Stock price performances % YTD



Source: Company, KS Research

### ปัจจัยเสี่ยง

ปัจจัยเสี่ยงต่อค่าแนะนำ "ซื้อ" ของเราคือ 1) คณะรัฐมนตรี (ครม.) เลื่อนการประมูลเมกะโปรเจกต์โครงการโครงสร้างพื้นฐานออกไป 2) ภาคเอกชนชะลอการก่อสร้างโครงการออกไปหลังปี 2565 3) การแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้รับเหมาทั้งในประเทศและต่างประเทศ 4) สภาวะขาดแคลนแรงงาน/ค่าแรงที่สูงขึ้น และ 5) ความไม่สงบทางการเงินในประเทศไทยและ CLMV



## ประวัติบริษัทฯ

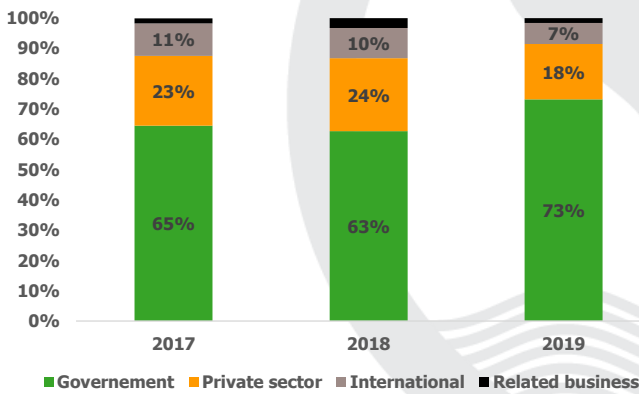
### ประวัติ

บริษัท ทีเอ็ม คอนซัลติ้ง เอนจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน) (TEAMG) ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2519 จากกลุ่มวิศวกรขนาดเล็ก เพื่อให้บริการที่ปรึกษา TEAMG ให้บริการด้านที่ปรึกษาแบบครบวงจรในด้านการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อม, พัฒนาแหล่งน้ำ, ขนส่งและโลจิสติกส์, พัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน, การผลิตพลังงานและบริหารองค์กร จากการเป็นพันธมิตรกับลูกค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศ TEAMG จึงก้าวขึ้นมาเป็นที่ปรึกษาโครงการและธุรกิจที่เกี่ยวข้องชั้นนำกับหลายโครงการในต่างประเทศ เช่น ประเทศกัมพูชา, ลาว, เมียนมาร์, เวียดนาม, เนปาล, ศรีลังกาและติมอร์ เลสเต TEAMG สามารถให้บริการแบบครบวงจรในรูปแบบของ one-stop service และบริษัทฯ เริ่มเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 12 ก.ค.2561

### ประเภทลูกค้า

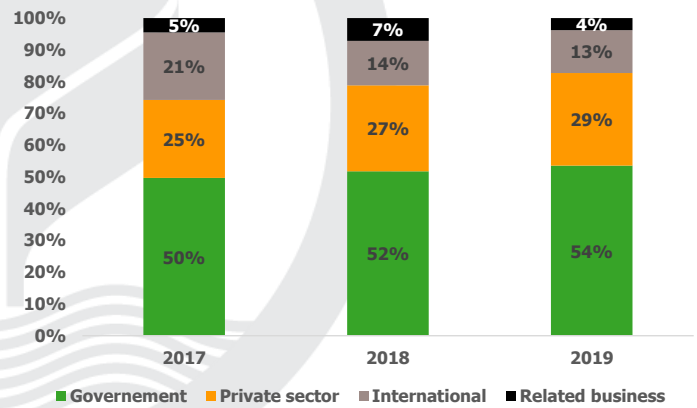
TEAMG และบริษัทในเครือเข้าถึงลูกค้าจากหลายกลุ่ม เช่น ภาครัฐ, ภาคเอกชนและระหว่างประเทศรวมทั้งธุรกิจที่เกี่ยวข้อง ในปี 2560-62 กลุ่มลูกค้าของบริษัทฯ แบ่งประเภทได้ตามแผนภาพที่ 20 และ 21

Fig 20 Backlog breakdown by customer type



Source: Company, KS Research

Fig 21 Revenue breakdown by customer type



Source: Company, KS Research

## ประเภทของบริการ

TEAMG และบริษัทในเครือให้บริการที่ปรึกษาด้านวิศวกรรมและสิ่งแวดล้อมแบบครบวงจรด้วยแนวคิด one-stop service ที่ครอบคลุมวัฏจักรการพัฒนาโครงการทั้งหมดตั้งแต่เรื่องการเตรียมความพร้อมแผนแม่บท, การศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการ, การออกแบบ, การศึกษาผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม, การบริหารโครงการ, การควบคุมงานก่อสร้างตั้งแต่ระดับดำเนินการถึงซ่อมบำรุง

### 1) การเตรียมความพร้อมด้านการศึกษา, ออกแบบและรายงาน (ศึกษาและออกแบบ)

1.1 แผนแม่บท บริษัทฯ จะเป็นผู้กำหนดแนวทางและประเภทของการดำเนินงาน ขั้นตอนนี้รวมถึงการกำหนดกลยุทธ์ธุรกิจที่ชัดเจนเพื่อช่วยกำหนดทิศทางของขั้นตอนระยะยาว

1.2 ศึกษาความเป็นไปได้ บริษัทฯ ให้บริการด้านที่ปรึกษาเพื่อศึกษาความเป็นไปได้ในหลายแขนง เช่น วิศวกรรม, การตลาด, การเงินและเศรษฐกิจ, ธุรกิจและการบริหาร, สังคมและสิ่งแวดล้อม การศึกษาดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความมั่นใจว่าแนวคิดของโครงการสามารถเกิดขึ้นได้จริง, ได้ประโยชน์คุ้มค่าการลงทุนและสามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

1.3 การสำรวจและออกแบบ บริษัทฯ และบริษัทในเครือให้บริการด้านการสำรวจและออกแบบตามความประสงค์ของลูกค้า ขอบเขตของงานรวมถึงการสำรวจรูปแบบ, แผนที่ของที่ตั้งโครงการ, ข้อมูลทั่วไป, งานระบบวิศวกรรมภายในพื้นที่ของโครงการและใกล้เคียงเพื่อเตรียมความพร้อมในการเตรียมเอกสารประกวดราคาและ/หรือเพื่องานก่อสร้าง

1.4 การสำรวจ, ศึกษาและประเมินผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) การศึกษามุ่งเน้นไปยังผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม, ทรัพยากรธรรมชาติและผลกระทบต่อสังคมและเศรษฐกิจจากการพัฒนาโครงการโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินมาตรการป้องกันที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดเพื่อประกอบการตัดสินใจในการพัฒนาโครงการดังกล่าว



**Fig 22 One-stop services in project development cycle**



Source: Company, KS Research

**Fig 23 PMSC for IDEO Q (Siam-Ratchathewi)**



Source: Company, KS Research

- 2) การบริหารโครงการและควบคุมงานก่อสร้าง (PMSC) บริการด้านการบริหารโครงการและควบคุมงานก่อสร้างเป็นบริการสำหรับเจ้าของโครงการที่ขาดความรู้ความชำนาญในสายงานเฉพาะทาง TEAMG ให้ความช่วยเหลือในด้านการบริหารจัดการและควบคุมขั้นตอนการทำงานในการก่อสร้างทั้งหมดเริ่มตั้งแต่ช่วงก่อนเริ่มก่อสร้างจนโครงการก่อสร้างแล้วเสร็จ เช่น วางแผนงาน, จัดทำข้อกำหนด, การว่าจ้างผู้รับเหมา, การฝึกอบรมพนักงาน, การบริหารโครงการและการตรวจสอบระบบและรับผิดชอบโครงการในช่วงระยะเวลาการันตี
- 3) ธุรกิจที่เกี่ยวข้อง บริษัทฯ ให้บริการในธุรกิจอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าซึ่งครอบคลุมตั้งแต่การติดตั้งอุปกรณ์และให้การสนับสนุนด้านเครื่องมือ, ภาพถ่ายทางอากาศและการทำแผนที่ (สำรวจโดยใช้โดรน), Building Information Modeling (BIM) สำหรับงานด้านสถาปัตยกรรม, วิศวกรรมและการก่อสร้าง

**Fig 24 Aerial photography**



Source: Company, KS Research

**Fig 25 Installation of water level monitors in reservoirs**



Source: Company, KS Research

**โครงสร้างทรัพย์สิน**

สำหรับธุรกิจที่ปรึกษา ทูมนมนุษย์ที่ไม่ได้ระบุในงบดุลเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยสร้างรายได้ สัดส่วนของทรัพย์สินรวมคือ ทรัพย์สินปัจจุบันซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่ 71% ของทรัพย์สินรวมและที่เหลืออีก 29% มาจากทรัพย์สินที่ไม่ได้เป็นทรัพย์สินปัจจุบัน ในปี FY2562 ทรัพย์สินรวมของ TEAMG อยู่ที่ 1.87 พันลบ. แบ่งเป็นทรัพย์สินปัจจุบันที่ 1.35 พันลบ. และทรัพย์สินที่ไม่ได้เป็นทรัพย์สินปัจจุบันที่ 5.39 ลบ. ทรัพย์สินปัจจุบันรวมทั้งลูกหนี้การค้า, รายได้ที่ยังไม่เรียกชำระและเงินสดมูลค่า 473,260 ลบ., 472,710 ลบ. และ 350,800 ลบ. ตามลำดับ ขณะที่ทรัพย์สินที่ไม่ได้เป็นทรัพย์สินปัจจุบันรวมทั้ง PPE และผลตอบแทนค้างรับที่ 182,55 ลบ. และ 134.59 ลบ. ตามลำดับ

**การวิเคราะห์เงินหมุนเวียน**

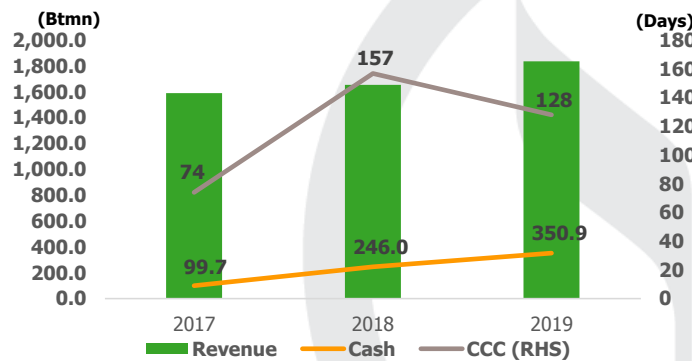
TEAMG รายงานปริมาณเงินสดในปี 2562 ที่ 350,880 ลบ. เพิ่มขึ้น 42% YoY จากการเรียกเก็บเงินของบัญชีลูกหนี้ที่เกินกำหนดครบชำระและการออกใบแจ้งหนี้ที่มีประสิทธิภาพกับหน่วยงานภาครัฐ เรามองเห็นรายได้ที่เติบโตขึ้นอย่างมั่นคงด้วยเงินสดจากปี 2560 ถึงปี 2562 อย่างไรก็ดี วงจรเงินสดของ TEAMG ในปี 2562 อยู่ที่ 128 วัน เทียบกับมา 157 วัน ในปี 2561 และ 74 วัน ในปี 2560 ระยะเวลาที่เพิ่มขึ้นมีสาเหตุจากจำนวนวันรับเงินเฉลี่ยที่นานขึ้นและจำนวนวันชำระหนี้ที่สั้นลง



ลูกหนี้การค้าในปี 2562 รวมอยู่ที่ 472.71 ลบ. ทรงตัว YoY และมากกว่า 67% ของจำนวนรวมมีอายุน้อยกว่า 3 เดือน รายได้ที่ยังไม่เรียกชำระในปี 2562 รวมอยู่ที่ 473.26 ลบ. ลดลง 15% YoY หลังบริษัทฯ แก้ปัญหาการออกใบแจ้งหนี้ที่ล่าช้าและออกใบแจ้งหนี้กับโครงการภาครัฐที่อิงจากความคืบหน้าของผู้รับเหมาและไม่สัมพันธ์กับงานที่ปรึกษาที่แล้วเสร็จ

เจ้าหนี้การค้าในปี 2562 รวมอยู่ที่ 212.36 ลบ. คงที่ YoY เจ้าหนี้การค้าส่วนใหญ่เป็นบริการที่จัดหาให้กับโครงการของบริษัทที่มีระยะเวลาชำระเงินที่ 48 วัน เงินเบิกเกินบัญชีธนาคารและเงินกู้ระยะสั้นอยู่ในระดับต่ำที่ 6.74 ลบ. เนื่องจากสัดส่วนของสัญญาเช่าการเงินปัจจุบันที่มีกำหนดครบชำระใน 1 ปี อยู่ที่ 9.97 ลบ. ดังนั้น เราจึงไม่กังวลเกี่ยวกับการชำระเงินในระยะสั้นจากสัดส่วนปัจจุบันและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วที่ 2.03 เท่า และ 1.96 เท่า ขณะเดียวกัน รายได้บริการที่ได้รับล่วงหน้ารวมอยู่ที่ 361.33 ลบ. ลดลง 10.40% YoY ซึ่งมาจากการรับรู้รายได้ที่มากขึ้นถึงจากร้อยละของอัตราส่วนของงานที่ทำเสร็จและจำนวนการออกใบแจ้งหนี้ต่อสัญญาที่มากขึ้น

Fig 26 Revenue vs. cash and cash conversion cycle



Source: Company, KS Research

Fig 27 Trade receivables aged on the basis of due date

Trade receivables - unrelated parties		
Aged on the basis of due dates		
Not yet due	172,288	251,137
Past due		
Up to 3 months	147,638	92,571
3 - 6 months	18,370	28,180
6 - 12 months	40,159	74,326
Over 12 months	100,816	48,030
Total	479,271	494,244

Source: Company, KS Research

### โครงสร้างเงินทุน

งบดุลของ TEAMG ยังแข็งแกร่งจากสถานะเงินสดสุทธิและ net D/E ratio ที่ -0.35 เท่า และ net debt to EBITDA ratio ที่ -1.87 เท่า TEAMG มีหนี้สินที่ 27.12 ลบ. ซึ่ง 25% เป็นเงินกู้ธนาคารและที่เหลือเป็นสัญญาการเงิน ส่วนของผู้ถือหุ้นในปี 2562 อยู่ที่ 927.88 ลบ. คงที่จากในปี 2561

Fig 28 Strong financial position

	2017		2018		2019	
Bank overdrafts and short-term loans	80.5	61%	4.6	12%	6.7	25%
Current portion of hire purchase and financial lease	17.9	14%	14.8	38%	10.0	37%
Hire purchase and financial lease	33.8	26%	20.0	51%	10.4	38%
Total interest bearing debt	132.1	100%	39.3	100%	27.1	100%
Cash	100		246		351	
EBITDA	148		169		174	
Total equity	472		927		928	
<b>Net Debt to EBITDA</b>	<b>0.22</b>		<b>-1.22</b>		<b>-1.86</b>	
<b>Net Debt to equity</b>	<b>0.07</b>		<b>-0.22</b>		<b>-0.35</b>	

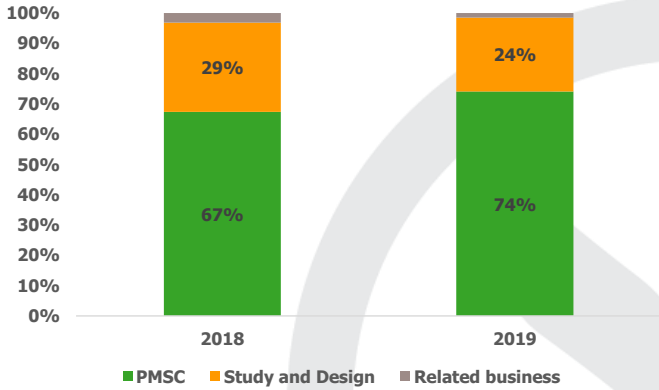
Source: Company, KS Research



**สัดส่วนยอด backlog**

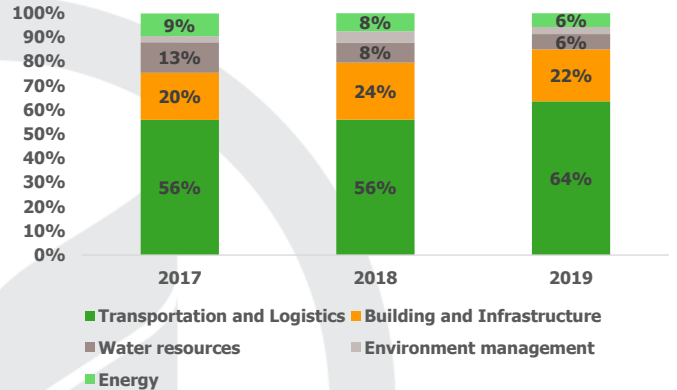
TEAMG รายงานยอด backlog ที่ 3.83 พันลบ. ณ สิ้นปี 2562 เพิ่มขึ้น 11.8% YoY ซึ่งมากเพียงพอที่จะสร้างรายได้ อีก 2 ปีข้างหน้า หากแบ่งตามประเภทของบริการ ยอด backlog ประกอบด้วย PMSC, การศึกษาและออกแบบ, ธุรกิจที่เกี่ยวข้องโดยคิดเป็นสัดส่วนที่ 74%, 24% และ 2% ตามลำดับ

**Fig 29 Backlog breakdown by type of service**



Source: Company, KS Research

**Fig 30 Backlog breakdown by specialization**

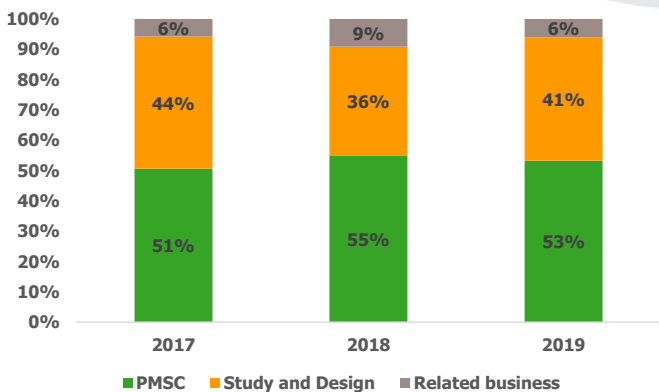


Source: Company, KS Research

**โครงสร้างรายได้และต้นทุน**

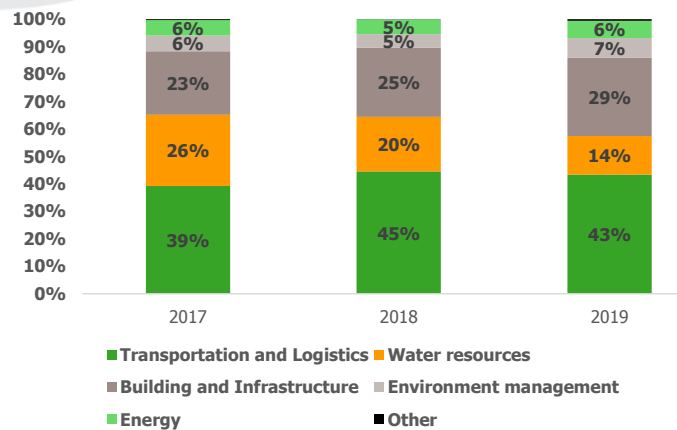
TEAMG รายงานรายได้ปี 2562 ที่ 1.84 ลบ. เพิ่มขึ้น 11% YoY PMSC คิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดที่ 53% จากโครงการขนส่งและโลจิสติกส์เป็นหลัก เช่น รถไฟฟ้าสายสีแดง, รถไฟฟ้าสายสีส้มและรถไฟฟ้าสายสีชมพู งานศึกษาและออกแบบคิดเป็นสัดส่วนสูงที่สุดรองลงมาที่ 41% จากการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในเมืองและระบบขนส่ง, ลุ่มแม่น้ำเจ้าพระยาและโรงไฟฟ้าแม่เมาะ สัดส่วนของธุรกิจที่เกี่ยวข้องอยู่ที่ 6% ลดลงจาก 9% จากการเลื่อนประมูลของหลายโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำออกไปจากปี 2562 เป็นช่วงครึ่งแรกของปี 2563

**Fig 31 Revenue breakdown by type of service**



Source: Company, KS Research

**Fig 32 Revenue breakdown by specialization**



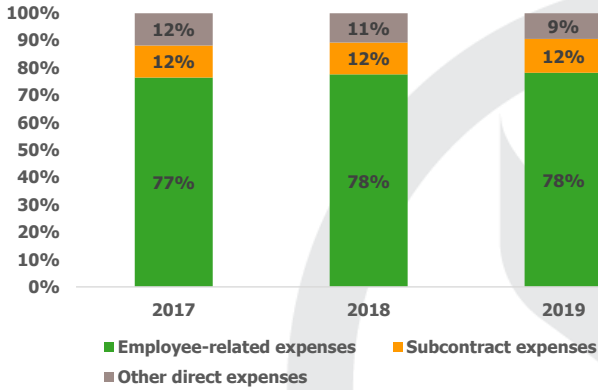
Source: Company, KS Research

ต้นทุนบริการในปี 2562 อยู่ที่ 1.29 พันลบ. เพิ่มขึ้น 16.7% YoY และคิดเป็นสัดส่วนที่ 70.36% ของรายได้บริการด้วยสาเหตุหลักจาก 1) เงินสำรองสำหรับสวัสดิการพนักงาน 2) จำนวนพนักงานที่มากขึ้นและ 3) ค่าใช้จ่ายในการ subcontract เพื่อรองรับโครงการที่มากขึ้น โครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับพนักงาน, subcontract และค่าใช้จ่ายโดยตรงอื่น ๆ มูลค่าอยู่ที่ 1.11 พันลบ., 159 ลบ. และ 121.70 ลบ. ตามลำดับ และคิดเป็นสัดส่วนที่ 78.27%, 12.31% และ 9.42% ตามลำดับ



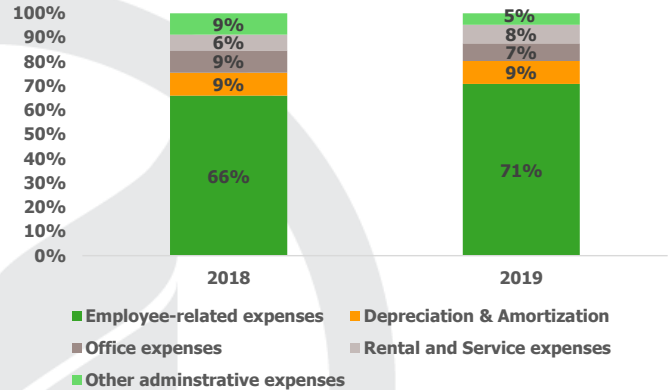
ค่าใช้จ่ายในการบริหารในปี 2562 อยู่ที่ 409 ลบ. ลดลง 2.2% YoY แม้ค่าใช้จ่ายที่สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกฎหมายแรงงานจะสูงขึ้น แต่บริษัทฯ สามารถบริหารค่าใช้จ่ายส่วนนี้ได้โดยมีประสิทธิภาพโดยเฉพาะจากการกระจายที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นของแต่ละโครงการ สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารส่วนใหญ่มากกว่าค่าใช้จ่ายที่สัมพันธ์กับพนักงาน, ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย, ค่าใช้จ่ายของอาคารสำนักงาน, ค่าเช่าและบริการและค่าใช้จ่ายในการบริหารอื่น ๆ

**Fig 33 Cost of service breakdown**



Source: Company, KS Research

**Fig 34 Administrative expense breakdown**



Source: Company, KS Research

จำนวนพนักงานรวมของบริษัทฯ อยู่ที่ 1,558 คน ในปี 2562 เพิ่มขึ้น 2% YoY จากจำนวนวิศวกร, สถาปนิกและทีมสนับสนุนที่เพิ่มขึ้น 4%, 8% และ 6% ตามลำดับซึ่งสอดคล้องกับการเติบโตของรายได้และยอด backlog เพื่อรองรับโครงการที่มากขึ้น

**Fig 35 Number of employees by field of task**

Fields of task	Number of Employees				
	2015	2016	2017	2018	2019
Engineers	501	621	687	687	765
Architects	52	59	53	53	56
Specialists	123	147	147	147	125
Operation Supporting Unit	294	332	333	333	377
Total	1,179	1,397	1,454	1,523	1,558
Growth		18%	4%	5%	2%

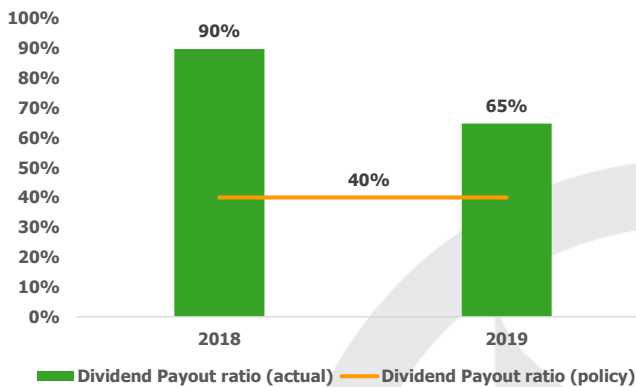
Source: Company, KS Research

### นโยบายจ่ายเงินปันผลและโครงสร้างผู้ถือหุ้น

TEAMG มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อปีอย่างน้อย 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯ หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินสำรองสำหรับความทางกฎหมายตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว นับตั้งแต่เปิดขาย IPO บริษัทฯ จ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องที่ราว 65-90% ของกำไรสุทธิซึ่งสูงกว่ากรอบล่างของนโยบาย



**Fig 36 TEAMG paid consistent dividends  $\geq 60\%$**



Source: Company, KS Research

**Fig 37 Semi-annual dividend payments**

Dividend	Approved by the board of directors	Dividend/share	Dividend Payment (Btmn)
2018 Interim dividend	9-Aug-18	0.075	51.0
2018 Interim dividend	20-Feb-19	0.075	51.0
2019 Interim dividend	7-Aug-19	0.05	34.0
2019 Interim dividend	19-Feb-20	0.06	40.8

Source: Company, KS Research

กลุ่มผู้ถือหุ้นหลักยังเป็นกลุ่มเดิมนับตั้งแต่เปิดขาย IPO โดยตระกูลภัทรมัยยังเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด ตามมาด้วยกลุ่มเปรมชื่น และตระกูลก้วยเจริญพานิชย์ เราตั้งข้อสังเกตว่า ดร.ประเสริฐ ภัทรมัย ผู้ก่อตั้งบริษัทฯ ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจาก 9% เป็น 11%

**Fig 38 Major shareholders structure**

	Before IPO		After IPO		As of 29/05/20	
	No. of shares	%	No. of shares	%	No. of shares	%
Patramai group						
Total	92,383,600	18%	92,383,600	14%	108,750,100	16%
Premchun group						
Total	56,471,200	11%	56,471,200	8%	61,241,200	9%
Khuayjarernpanishk group						
Total	42,064,600	8%	42,064,600	6%	41,715,200	6%
Sutesophon group						
Total	23,259,400	5%	23,259,400	3%	16,212,600	2%
Mr. Amnat Prommasutra	38,280,200	8%	38,280,200	6%	38,430,200	6%
Mr. Chawalit Chantararat	37,678,400	8%	37,678,400	6%	38,278,400	6%
Mr. Thongchai Montapaneewat	27,251,200	5%	27,251,200	4%	12,432,800	2%
Mr. Kittipol Bunnim	25,515,600	5%	25,515,600	4%	20,363,600	3%
Mrs. Sirinimit Boonyuen	22,722,200	5%	22,722,200	3%	23,122,200	3%
Mr. Prasong Wangrattanapranee	21,480,200	4%	21,480,200	3%	17,007,600	3%

Source: Company, KS Research



## การวิเคราะห์ SWOT

### จุดแข็ง

#### การบริการแบบ One-stop services

จากทีมผู้เชี่ยวชาญและทรัพยากรบุคคลที่หลากหลาย TEAMG จึงสามารถให้บริการที่ปรึกษาแบบครบวงจรให้กับลูกค้าได้อย่างรวดเร็วโดยการให้บริการครอบคลุมตั้งแต่การศึกษาแผนแม่บท, การศึกษาความเป็นไปได้, การสำรวจ, ออกแบบ, วิจัยและวิเคราะห์ด้านสิ่งแวดล้อม, การบริหารโครงการ, การควบคุมงานก่อสร้าง ไปจนถึงงานแขนงอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง การให้บริการที่ครอบคลุมเช่นนี้ทำให้ TEAMG ได้เปรียบคู่แข่งรายอื่น ๆ

### พันธมิตร

พันธมิตรจากทั้งในประเทศและต่างประเทศเป็นอีกหนึ่งจุดแข็งของบริษัทฯ TEAMG บรรลุข้อตกลงด้านเทคนิคกับองค์กร เช่น หน่วยงานภาครัฐ, สถาบันและพันธมิตรระหว่างประเทศที่มีมูลค่าใกล้เคียงกันโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มความรู้ความสามารถและเพิ่มประสิทธิภาพของทรัพยากรมนุษย์ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการให้บริการและขยายธุรกิจไปยังตลาดภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

#### คร่ำหวอดในอุตสาหกรรมมาอย่างยาวนาน

TEAMG มีชื่อเสียงมาอย่างยาวนานในเรื่องของคุณภาพที่ได้รับความเชื่อมั่นจากลูกค้า ประสบการณ์ในการทำงานรวมถึงกลุ่มอุตสาหกรรม เช่น ขนส่งและโลจิสติกส์, แหล่งน้ำ, บริหารจัดการสิ่งแวดล้อม, อาคารและโครงสร้างพื้นฐาน, การผลิตไฟฟ้าและอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งช่วยให้บริษัทฯ ได้รับงานที่หลากหลายจากลูกค้า

### จุดอ่อน

#### ทุนมนุษย์ที่เข้มข้น

ธุรกิจของ TEAMG ต้องพึ่งพาบุคลากรวิชาชีพซึ่งทำให้บริษัทฯ อาจประสบความเสี่ยงหากบุคลากรมีการโยกย้ายบริษัทฯ ต้องลงทุนในทุนมนุษย์อย่างมากในแง่ของค่าใช้จ่ายในการว่าจ้าง, เงินเดือนและฝึกอบรมซึ่งส่งผลให้ต้นทุนคงที่สูงขึ้น ดังนั้น บริษัทฯ จึงต้องแข่งขันเพื่อจะได้รับงานโครงการเพื่อเติมเต็มต้นทุนคงที่ ทั้งนี้ 76% ของต้นทุนรวมในปี 2562 สัมพันธ์กับพนักงาน

### โอกาส

#### โครงการขนาดใหญ่จากการลงทุนของภาครัฐ

รัฐบาลตั้งเป้าพัฒนาโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ ในพระราชบัญญัติงบประมาณปี 2564 กระทรวงคมนาคมได้รับการจัดสรรงบประมาณถึง 232,000 ลบ. เพิ่มขึ้น 18% YoY, หน่วยงานภาครัฐได้รับการจัดสรรงบประมาณที่ 194,000 ลบ. และรัฐวิสาหกิจได้รับการจัดสรรงบประมาณที่ 3.8 หมื่นลบ. การลงทุนดังกล่าวจะช่วยต่อยอดการเติบโตสำหรับธุรกิจที่ปรึกษาด้านวิศวกรรมของบริษัทฯ

### อุปสรรค

#### ความไม่สงบทางการเมือง

โครงสร้างรายได้ของบริษัทฯ ประกอบด้วยโครงการจากภาครัฐในสัดส่วนที่ 54% ของรายได้รวม ดังนั้น โครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลจึงมีบทบาทสำคัญในการดำเนินงานและปัจจัยเสี่ยงของบริษัทฯ เช่นกัน ซึ่งรวมทั้งปัญหาความไม่สงบทางการเมือง, การเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐและการชะลอการลงทุน



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,654	1,836	1,631	1,919	2,126
Cost of sales and services	-1,107	-1,292	-1,147	-1,338	-1,433
<b>Gross Profit</b>	547	544	484	581	693
SG&A	-418	-409	-386	-418	-482
Other income	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	143	146	107	174	223
<b>EBITDA</b>	169	174	137	202	251
Interest expense	-4	-2	-2	-2	-2
Equity earnings	1	0	0	1	2
<b>EBT</b>	138	144	105	172	222
Income tax	-25	-28	-19	-31	-40
<b>NPAT</b>	114	115	86	141	182
Minority Interest	0	0	0	0	0
<b>Core Profit</b>	114	154	86	141	182
Extraordinary items	0	-39	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	114	115	86	141	182

Balance Sheet (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Cash & equivalents	246	351	453	407	440
ST investments	1	1	1	1	1
Accounts receivable	1,029	946	844	1,070	1,185
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	53	49	43	51	56
<b>Total current assets</b>	1,329	1,347	1,341	1,529	1,683
Investment in subs & others	3	4	4	4	5
Fixed assets-net	262	244	210	176	150
Other assets	234	291	259	305	337
<b>Total assets</b>	1,828	1,886	1,814	2,013	2,176
Short-term debt	19	17	15	17	19
Accounts payable	213	212	189	222	246
Other current liabilities	461	434	386	454	503
<b>Total current liabilities</b>	693	663	589	693	768
Long-term debt	20	10	9	11	12
Other liabilities	188	285	253	298	330
<b>Total liabilities</b>	901	958	851	1,002	1,110
Paid-up capital	340	340	340	340	340
Share premium	424	424	424	424	424
Reserves & others, net	-30	-45	-45	-45	-45
Retained earnings	187	203	237	287	341
Minority interests	6	5	5	5	5
<b>Total shareholders' equity</b>	927	928	963	1,012	1,066
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	1,828	1,886	1,814	2,013	2,176

Key Assumptions	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
New sign (Btmn)					
Revenue to Beg. backlog (%)					
Revenue growth (%)					
Gross margin (%)					
SG&A to sales (%)					

Cashflow (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Net profit	114	115	86	141	182
Depreciation & amortization	40	38	39	39	40
Change in working capital	-236	15	29	-123	-42
Others	18	66	-0	-1	-2
<b>CF from operation activities</b>	-65	235	154	56	179
Capital expenditure	-16	-27	-5	-5	-15
Investment in subs and affiliates	0	-1	1	0	1
Others	-6	-3	7	-10	-7
<b>CF from investing activities</b>	-22	-31	3	-15	-21
Cash dividend	-88	-86	-52	-92	-127
Net proceeds from debt	-94	-13	-3	4	3
Capital raising	416	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	233	-98	-55	-87	-124
<b>Net change in cash</b>	146	105	102	-46	33

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Reported EPS	0.17	0.17	0.13	0.21	0.27
Core EPS	0.17	0.23	0.13	0.21	0.27
DPS	0.15	0.11	0.08	0.13	0.19
BV	1.35	1.36	1.41	1.48	1.56
EV	1.49	1.81	1.54	1.61	1.56
Free Cash Flow	-0.12	0.30	0.22	0.08	0.24
<b>Valuation analysis</b>					
Reported P/E (x)	10.72	13.43	16.99	10.42	8.09
Core P/E (x)	10.72	10.06	16.99	10.42	8.09
P/BV (x)	1.32	1.68	1.53	1.46	1.38
EV/EBITDA (x)	6.02	7.08	7.62	5.42	4.24
Price/Cash flow (x)	-18.76	6.61	9.54	26.09	8.23
Dividend yield (%)	7.27	5.48	3.53	6.24	8.66
<b>Profitability ratios</b>					
Gross margin (%)	33.07	29.64	29.69	30.28	32.59
EBITDA margin (%)	10.20	9.47	8.40	10.53	11.80
EBIT margin (%)	8.62	7.93	6.57	9.05	10.50
Net profit margin (%)	6.86	6.29	5.30	7.34	8.54
ROA (%)	7.25	6.22	4.67	7.36	8.67
ROE (%)	16.37	12.52	9.20	14.35	17.57
<b>Liquidity ratios</b>					
Current ratio (x)	1.92	2.03	2.28	2.21	2.19
Quick ratio (x)	1.84	1.96	2.20	2.13	2.12
<b>Leverage Ratios</b>					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.97	1.03	0.88	0.99	1.04
Net debt/EBITDA (x)	-1.23	-1.87	-3.14	-1.88	-1.64
Net debt/equity (x)	-0.22	-0.35	-0.45	-0.38	-0.38
Int. coverage ratio (x)	32.32	74.43	59.74	100.50	129.64
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	4.03	10.99	-11.15	17.63	10.80
EBITDA (%)	14.20	3.00	-21.14	47.42	24.12
Reported net profit (%)	15.06	1.67	-25.14	63.03	28.92
Reported EPS (%)	-99.58	1.67	-25.14	63.03	28.92
Core profit (%)	15.06	35.70	-43.91	63.03	28.92
Core EPS (%)	-99.58	35.70	-43.91	63.03	28.92

Source: Company data, KS Research



### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited (“KS”). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### 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 survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants (“DWs”) on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, DOHOME, EA, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, IRPC, IVL, KCE, KKP, KTC, LH, MINT, MTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPRC, STEC, TISCO, TOP, TRUE, TU, VGI and WHA