

Eastern Commercial Leasing

ECL TB / ECL.BK

6 มิถุนายน 2565

เสียดวงนอกพบ "สิงห์" รถบรรทุก

เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มผลประกอบการช่วงที่เหลือของปี 2022 ที่คาดเดาได้ QoQ ทุกไตรมาส ตามสินเชื่อขยายตัว กอปรกับการเริ่มต้นธุรกิจ Car for Cash ใน 3Q22 และการขยายฐานลูกค้ารถ EVเชิงพาณิชย์ ขณะที่ส่วนต่างดอกเบี้ยรับปรับตัวดีขึ้น หนุนโดยอัตราดอกเบี้ยรับเพิ่ม และต้นทุนทางการเงินที่ยังต่ำ ดังนั้น เราคงคำแนะนำซื้อ และคงราคาเป้าหมาย 4.20 บาท ถึง PER 20 เท่า (ที่ค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ)

แม้กำไร 1Q22 ลดลง YoY และ QoQ...

รายงานกำไรสุทธิ 1Q22 ที่ 51 ล้านบาท ลดลง 10% YoY และ 30% QoQ กำไรที่ออกมาต่ำกว่าที่เราคาดอยู่ 16% คิดเป็น 22% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2022 เนื่องจากการรับรู้รายได้ดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าคาด โดยรายได้ดอกเบี้ยรวมใน 1Q22 อยู่ที่ 121 ล้านบาท ลดลง 14% YoY แต่เพิ่มขึ้น 4% QoQ จากพอร์ตสินเชื่อสุทธิลดลง 4% QoQ มาอยู่ที่ 4.15 พันล้านบาท ณ สิ้น มี.ค. 2022 แต่ก็พบว่าดอกเบี้ยรับเฉลี่ย (Yields) เพิ่มขึ้น ทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับ (Interest Spread) อยู่ที่ 7.7% เพิ่มขึ้นจาก 7.4% ใน 1Q21 และ 6.8% ใน 4Q21 ขณะที่งวดนี้มีการตั้งสำรอง (Expected Credit loss) ที่ 5.6 ล้านบาท เทียบกับ 1Q21 และ 4Q21 ที่เป็นการกลับรายการ 32 ล้านบาท และ 36 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนคุณภาพสินทรัพย์ (NPL) ลดลงมาอยู่ที่ 5% ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2022 จาก 5.8% ของสินเชื่อรวม ณ สิ้นปี 2021

...แต่คาดแนวโน้ม 2Q22 คาดกำไรกลับมาเติบโต

เราคาดกำไรจากการดำเนินงาน 2Q22 จะเติบโต YoY และ QoQ แม้จะประเมินในเบื้องต้นว่ารายได้ดอกเบี้ยรับทรงตัว YoY แต่จะกลับมาเติบโต QoQ จากการขยายพอร์ตสินเชื่อ และทยอยปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นบางส่วน ทำให้แนวโน้ม Interest Spread ขยายตัว YoY และ QoQ รวมทั้งการตั้งสำรองลดลง YoY (ทรงตัว QoQ) เนื่องจากใน 2Q21 มีการตั้งสำรองไว้สูง 21 ล้านบาท คุณภาพสินทรัพย์ (NPL) คาดรักษาอยู่ระดับราว 5% ของสินเชื่อรวม ส่วนประเด็นราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นอาจกังวลว่าจะกระทบยอดจัดสินเชื่อเบื้องต้นยังเห็นผลกระทบจำกัด ด้วยกลุ่มลูกค้าแค่เปลี่ยนเป้าหมายไปซื้อรถยนต์ Eco Car มากขึ้นแทนไม่ได้ตัดใจเลิกซื้อรถ ส่วนประเด็นดอกเบี้ยขาขึ้น ECL มองเป็นโอกาสทยอยปรับอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่ต้นทุนการเงินยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะส่วนจากพันธมิตรชาวญี่ปุ่น (ดอกเบี้ยรวมค่าปรับกันสินเชื่อรวม 2.6%) ระยะเวลาอย่างน้อย 1 ปี ตามสัญญา (และต่อใหม่ได้) ซึ่งจะทำให้สามารถขยายพอร์ตสินเชื่อได้ต่อเนื่อง และ Interest Spread ปรับตัวดีขึ้น

คงประมาณการกำไรปี 2022 เติบโต 19% YoY

เราคงประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปี 2022 ที่ 231 ล้านบาท เติบโต 19% YoY ตามเดิม โดยคาดว่ากำไรจะเริ่มเติบโต YoY และ/หรือ QoQ อย่างโดดเด่นขึ้นใน 3Q-4Q22 จากรายได้ธุรกิจใหม่ที่เข้ามาอย่างจริงจัง ทั้งจากสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ (Car for Cash) ที่ Yields สูงกว่าค่าเฉลี่ยปัจจุบัน สินเชื่อยานยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ เช่น รถบัส รถบรรทุก ทำให้เราคาดภาพรวมส่วนต่างดอกเบี้ยรับเพิ่มขึ้นจาก 6.1% ในปี 2021 เป็น 8.2% ในปี 2022

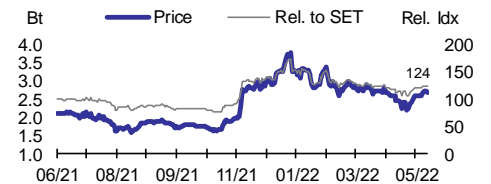
"ทั้งนี้ เรายังไม่ได้รวมผลของการทำธุรกิจร่วมกับบริษัท บุญรอด ซัพพลายเชน จำกัด ซึ่งจะเข้ามาต่อยอดธุรกิจนายหน้าประกันภัย ขยายฐานลูกค้าเข้าไปในกลุ่มอุตสาหกรรมโลจิสติกส์ ซึ่งคาดมีแผนที่ชัดเจนในช่วง 3Q22 นี้"

...(มีต่อหน้าถัดไป)...

Sector: Finance

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 4.20 บาท
 ราคา (02/05/65): 2.68 บาท

Price chart

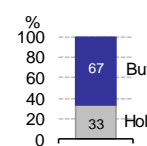


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	11.0	2.1	25.8
Absolute	10.7	(0.7)	27.6

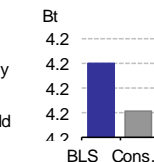
Key statistics

Market cap	Bt3.0bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt1.6/Bt3.8	
12-mth avg daily volume	Bt56m	USD1.6m
# of shares (m)	1,109	
Est. free float (%)	48.7	
Foreign limit (%)	49.0	

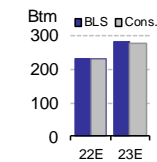
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



Consensus earnings



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2021	2022E	2023E	2024E
Revenues (Btm)	529	636	769	877
Net profit (Btm)	194	231	281	320
EPS (Bt)	0.17	0.21	0.25	0.29
EPS growth (%)	+214.6%	+19.2%	+21.5%	+13.8%
Core profit (Btm)	194	231	281	320
Core EPS (Bt)	0.17	0.21	0.25	0.29
Core EPS growth (%)	+214.6%	+19.2%	+21.5%	+13.8%
PER (x)	16.6	12.9	10.6	9.3
PBV (x)	1.8	1.6	1.5	1.3
Dividend (Bt)	0.10	0.10	0.13	0.14
Dividend yield (%)	3.4	3.9	4.7	5.4
ROE (%)	10.8	12.4	14.2	15.0

CG/Anti-Corruption



วิกิจ ภิรตวรณรัตน์,
 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

ส่วนล่าสุด ECL ประกาศออก warrant (ECL-W4) ให้ผู้ถือหุ้นเดิม (สิทธิ 3 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นใหม่ อายุ 2 ปี ขึ้นเครื่องหมาย XW 11 ก.ค. 2022 คิดเป็น EPS Dilution 25% ในกรณีใช้สิทธิทั้งหมด) โดยกำหนดราคาใช้สิทธิที่ 2 บาท/หุ้น ซึ่งเป็นการเตรียมฐานทุนใหม่ เพื่อนำมาขยายพอร์ตสินเชื่อเพิ่มเติมสำหรับ 1-2 ปีข้างหน้า ซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการกำไรในปัจจุบัน

ความเสี่ยงที่สำคัญ

บริษัทประกอบธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อ และสินเชื่อบุคคล มีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจมหภาค หนี้ครัวเรือน เป็นความเสี่ยงหลัก และมีความเสี่ยงเฉพาะธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านการเงิน: ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย, ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องทางการเงิน, ความเสี่ยงจากโอกาสในการก่อหนี้เพิ่มในอนาคต

ความเสี่ยงด้านประกอบธุรกิจ: ความเสี่ยงด้านการตลาดและการแข่งขัน, ความเสี่ยงจากการปล่อยสินเชื่อรถยนต์มือสอง, ความเสี่ยงจากการดำเนินงานอันเกิดจากสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้, ความเสี่ยงจากการจำหน่ายรถยนต์ที่ยืดคินมา

ความเสี่ยงด้านบริหารจัดการ: ความเสี่ยงจากอิทธิพลในการบริหารงานของผู้ถือหุ้นรายใหญ่, ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรที่มีความชำนาญเฉพาะ

1Q22 results

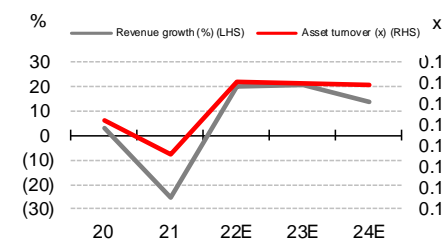
FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q22	1Q21	YoY %	4Q21	QoQ %
Income Statement					
Interest income	121	141	(14)	116	4
Interest expense	(26)	(38)	(31)	(30)	(11)
EBITDA	34	42	(19)	90	(62)
Operating expense	(61)	(107)	(43)	(76)	(19)
Fee&Other income/exp.	34	42	(19)	40	(13)
Operating profit before provision	68	38	77	51	34
Provision charge	(6)	32	n.m.	36	n.m.
Equity earnings from affiliates	1	1	(14)	3	(75)
Extra items	0	0	n.m.	0	n.m.
Operating profit after provision	62	70	(11)	87	(29)
Corporate tax	(12)	(14)	nm	(18)	nm
Non-controlling interests	0	0	n.m.	0	n.m.
Net profit (loss)	51	56	(10)	73	(30)
Reported EPS	0.05	0.05	(10)	0.07	(30)
Core net profit	51	56	(10)	73	(30)
Key ratios					
Yield (%)	11.4	10.9		10.6	
Funding Cost (%)	3.8	3.5		3.9	
Interest Spread (%)	7.7	7.4		6.8	
Net Interest Margin (%)	8.5	7.6		7.5	
Tax rate (%)	19.8	20.7		20.3	
NPL (%)	5.0	6.9		5.8	
Current ratio (x)	2.4	2.4		2.3	
Gearing ratio (x)	1.4	2.1		1.6	
Interest coverage (x)	2.3	1.8		2.9	
Balance Sheet					
Cash & Equivalent	27	11	149	55	(52)
Total assets	4,649	5,610	(17)	4,849	(4)
ST debts & current portion	1,820	2,254	(19)	1,937	(6)
Long-term debt	839	1,485	(43)	1,029	(18)
Total liabilities	2,766	3,804	(27)	3,017	(8)
Retained earnings	451	374	21	401	13
Shareholders equity	1,883	1,806	4	1,832	3
Non-controlling interests	0	0	nm	0	nm
BV (Bt)	1.7	1.6	4	1.7	3

Source: Bualuang Research estimates

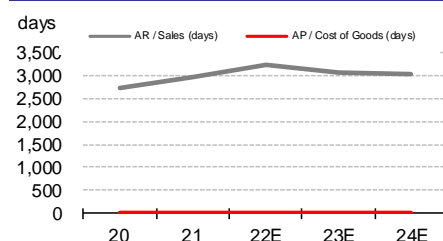
ECL: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Interest income	710	529	636	769	877
Interest expense	(216)	(135)	(122)	(150)	(178)
Net interest income	494	394	514	619	699
Operating expense	(449)	(334)	(359)	(408)	(449)
Fee&Other income/exp.	181	155	203	222	243
Operating profit before provision	225	215	359	432	494
Provision charge	(159)	23	(80)	(91)	(104)
Operating profit after provision	66	237	279	341	390
Corporate tax	(15)	(50)	(56)	(68)	(78)
After-tax net profit (loss)	51	187	223	273	312
Non-controlling interests	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	10	7	8	8	8
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	62	194	231	281	320
Reported EPS	0.06	0.17	0.21	0.25	0.29
Fully diluted EPS	0.04	0.17	0.21	0.25	0.29
Core net profit	62	194	231	281	320
Core EPS	0.06	0.17	0.21	0.25	0.29
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	2.8	(25.5)	20.2	20.9	14.0
Gross margin (%)	69.5	74.5	80.8	80.5	79.7
Operating margin (%)	25.4	29.2	31.9	28.8	27.7
Net margin (%)	8.7	36.7	36.3	36.5	36.4
Core profit margin (%)	8.7	36.7	36.3	36.5	36.4
ROA (%)	0.9	3.6	4.2	4.2	4.2
ROCE (%)	0.9	3.6	4.3	4.4	4.3
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3
Gearing ratio (x)	2.4	1.6	2.1	2.3	2.6
Interest coverage (x)	0.3	1.8	2.3	2.3	2.2
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	54	55	41	139	238
Loan outstanding	5,316	4,304	5,636	6,502	7,341
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	43	36	40	43	44
Other assets	553	455	472	491	512
Total assets	5,966	4,849	6,189	7,174	8,134
Accounts payable	0	0	0	0	0
ST debts & current portion	2,290	1,937	1,230	1,446	1,656
Long-term debt	1,881	1,029	2,708	3,359	3,991
Other liabilities	46	52	346	323	281
Total liabilities	4,217	3,017	4,284	5,129	5,929
Paid-up capital	1,109	1,109	1,109	1,109	1,109
Share premium	280	280	280	280	280
Retained earnings	318	401	516	657	817
Shareholders equity	1,750	1,832	1,905	2,046	2,205
Non-controlling interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	5,966	4,849	6,189	7,174	8,134
CASH FLOW (Btm)					
Net income	62	194	231	281	320
Depreciation and amortization	23	50	25	28	29
Change in Loan outstanding	1,104	1,044	(1,332)	(866)	(839)
FX, non-cash adjustment & others	195	14	(50)	(67)	(82)
Cash flows from operating activities	1,383	1,302	(1,125)	(624)	(573)
Capex (Invest)/Divest	(2)	(4)	(30)	(30)	(30)
Others	(20)	26	0	0	0
Cash flows from investing activities	(22)	22	(30)	(30)	(30)
Debt financing (repayment)	(1,325)	(1,212)	981	868	842
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	0	(111)	(111)	(116)	(140)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(1,325)	(1,323)	870	753	701
Net change in cash	37	1	(285)	98	99
Free cash flow (Btm)	1,382	1,298	(1,155)	(654)	(603)
FCF per share (Bt)	1.2	1.2	(1.0)	(0.6)	(0.5)
Key Assumption					
Spread	6.78%	6.09%	8.15%	8.88%	8.98%
NPL	8.2%	5.8%	5.0%	4.0%	4.0%
Coverage ratio	79%	79%	85%	85%	85%

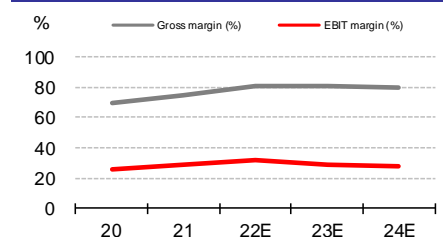
Revenue growth and asset turnover



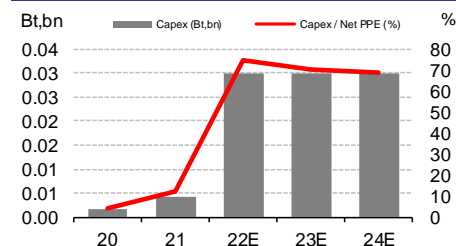
A/C receivables & A/C payable days



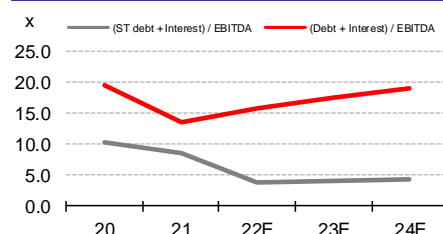
Profit margin



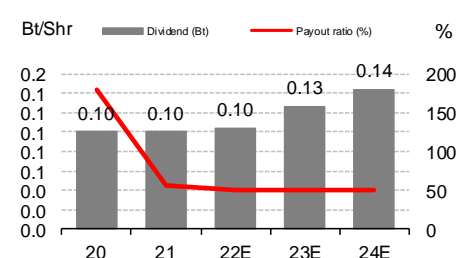
Capital expenditure



Debt serviceability



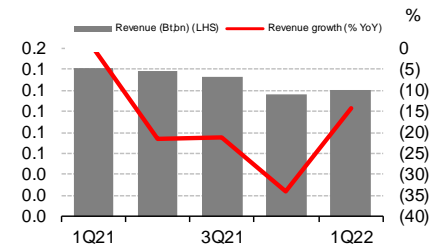
Dividend payout



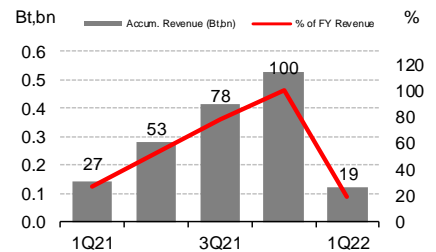
ECL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Interest income	141	138	134	116	121
Interest expense	(38)	(35)	(32)	(30)	(26)
Net interest income	103	104	101	87	94
Operating expense	(107)	(77)	(74)	(76)	(61)
Fee&Other income/exp.	42	34	39	40	34
Operating profit before provision	38	60	66	51	68
Provision charge	32	(21)	(24)	36	(6)
Operating profit after provision	70	39	41	87	62
Corporate tax	(14)	(8)	(10)	(18)	(12)
After-tax net profit (loss)	55	32	31	69	50
Non-controlling interests	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	1	2	1	3	1
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	56	33	32	73	51
Reported EPS	0.05	0.03	0.03	0.07	0.05
Fully diluted EPS	0.05	0.03	0.03	0.07	0.05
Core net profit	56	33	32	73	51
Core EPS	0.05	0.03	0.03	0.07	0.05
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	72.8	74.9	75.8	74.5	78.2
Operating margin (%)	30.1	24.6	28.9	34.2	28.5
Net margin (%)	39.9	23.9	24.1	62.3	41.9
Core profit margin (%)	39.9	23.9	24.1	62.3	41.9
BV (Bt)	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
ROE (%)	12.5	7.7	7.3	15.8	10.8
ROA (%)	4.0	2.5	2.6	6.0	4.4
Current ratio (x)	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4
Gearing ratio (x)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
Interest coverage (x)	1.8	1.1	1.3	2.9	2.3
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	11	14	22	55	27
Loan outstanding	4,994	4,701	4,438	4,304	4,147
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	41	40	37	36	32
Other assets	564	520	500	455	443
Total assets	5,610	5,274	4,998	4,849	4,649
Accounts payable	44	41	44	41	41
ST debts & current portion	2,254	2,241	2,065	1,937	1,820
Long-term debt	1,485	1,245	1,077	1,029	839
Other liabilities	21	20	52	52	67
Total liabilities	3,804	3,547	3,238	3,017	2,766
Paid-up capital	1,109	1,109	1,109	1,109	1,109
Share premium	280	280	280	280	280
Retained earnings	374	296	328	401	451
Shareholders equity	1,806	1,727	1,760	1,832	1,883
Non-controlling interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	5,610	5,274	4,998	4,849	4,649
Key Statistics					
Interest Spread (%)	7.44%	7.50%	7.75%	6.76%	7.69%
NPL (%)	6.9%	6.3%	6.5%	5.8%	5.0%
Coverage ratio	86%	87%	85%	82%	87%

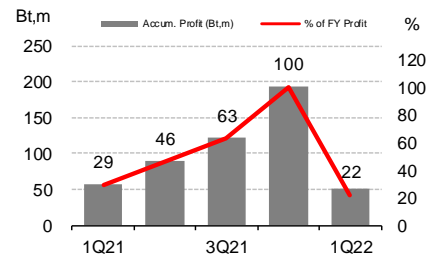
Revenue trend



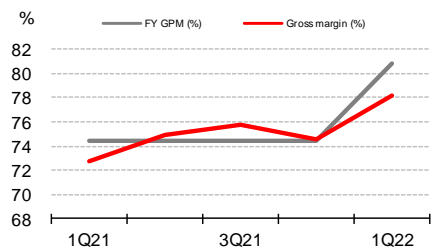
Revenue trend (accumulated)



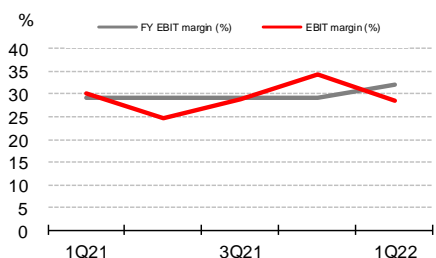
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



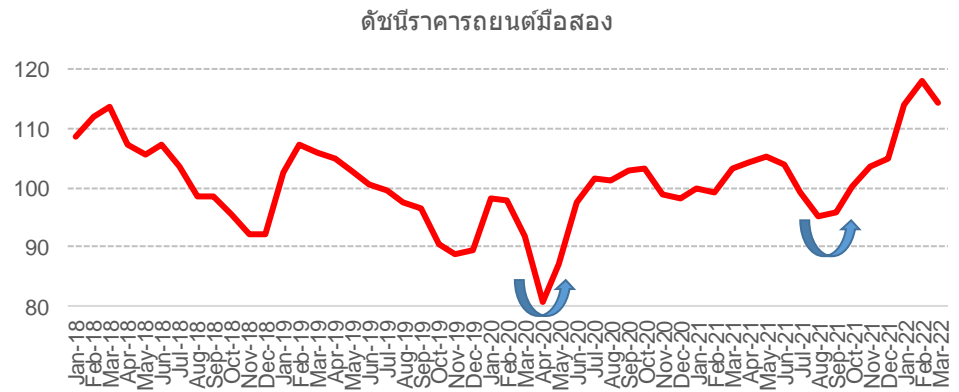
EBIT margin



Company profile

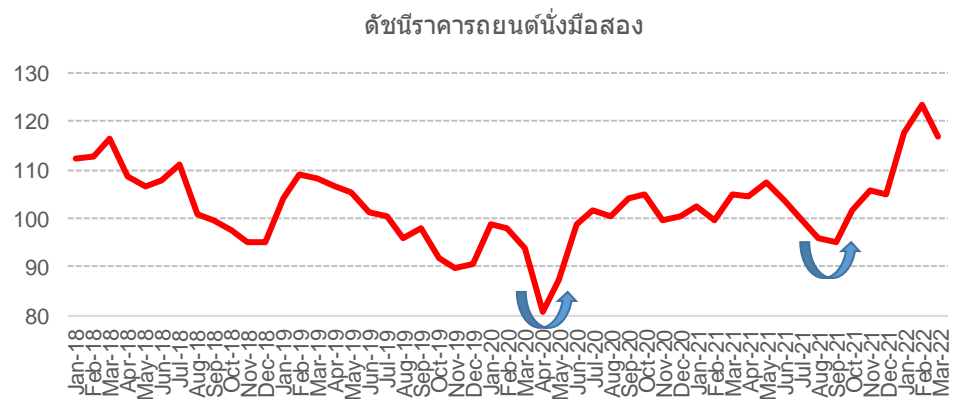
บริษัท ตะวันออกพาณิชย์ลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) "ECL" ประกอบธุรกิจให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสอง และสินเชื่อให้เงินกู้แก่ผู้ประกอบการซื้อรถยนต์ (Car Loan) บริการรับต่อกรรมธรรม์ประกันภัย และ พ.ร.บ.ผู้ประสบภัยทางรถยนต์ เปิดดำเนินการกิจการมาตั้งแต่ปี 2527 และได้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อ 1 มีนาคม 2547 บริษัทให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์โดยมุ่งเน้นรถยนต์มือสอง ประเภทรถยนต์นั่งส่วนบุคคล รถจักรยานยนต์ (Big Bike) และรถตู้รถกระบะ และอื่นๆ โดยลูกค้าส่วนใหญ่อยู่ในกรุงเทพฯ ปริมณฑล และจังหวัดในภาคตะวันออก

Figure 1 : ดัชนีราคาการยกยดมือสอง



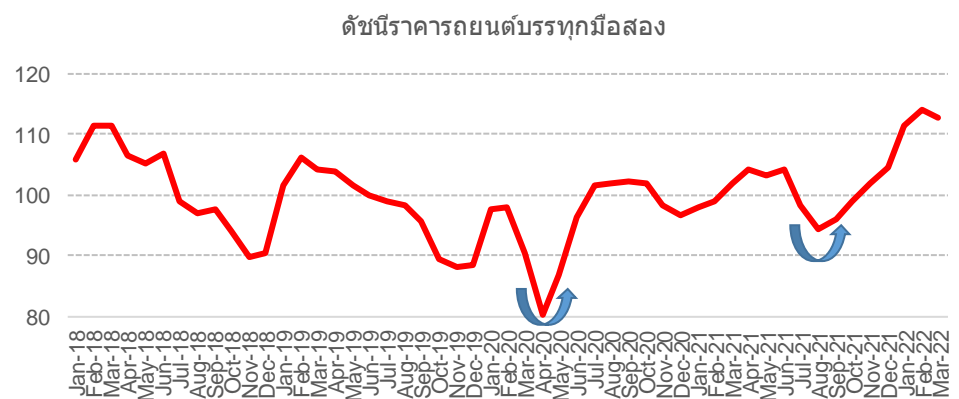
Sources: Bank of Thailand

Figure 2 : ดัชนีราคาการยกยดนั่งมือสอง



Sources: Bank of Thailand

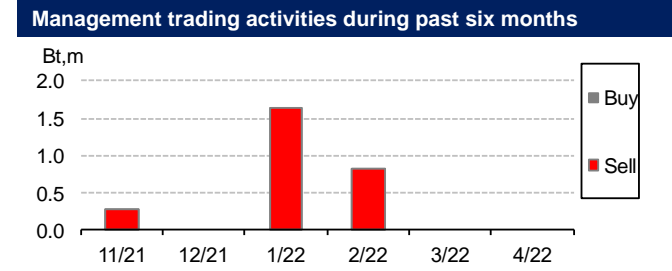
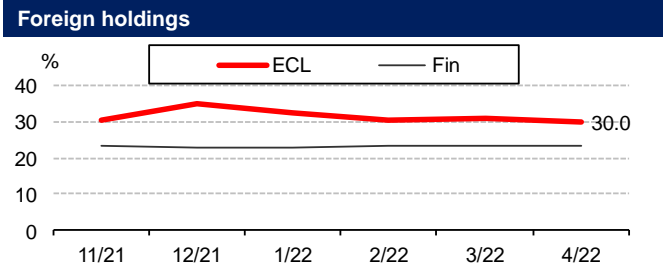
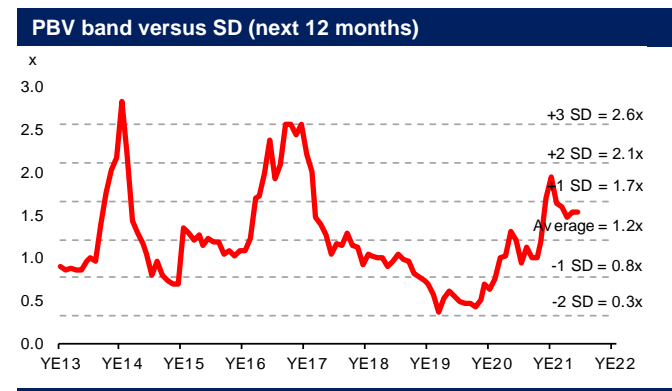
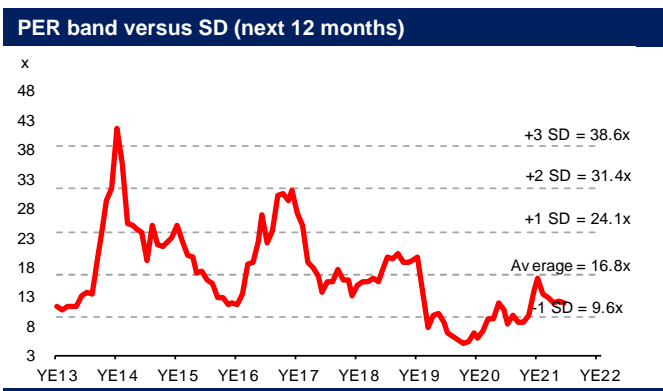
Figure 3 : ดัชนีราคาการยกยดบรรทุกมือสอง



Sources: Bank of Thailand

Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Ratchthani Leasing	THANI TB	THB4.52	747	12.8	12.0	18.0	7.3	2.0	1.9	16.2	16.3	4.2	4.5
Eastern Commercial Leasing	ECL TB	THB2.68	87	12.9	n.a.	19.2	21.5	1.6	n.a.	12.4	n.a.	3.9	n.a.
Chayo Group	CHAYO TB	THB12.50	389	25.1	27.4	119.0	-8.4	3.4	3.1	18.8	15.0	1.2	1.1
Srisawad Corporation	SAWAD TB	THB55.00	2,205	14.3	12.7	12.2	12.2	2.6	2.3	20.4	20.6	3.3	3.5
Krungthai Card	KTC TB	THB61.75	4,649	22.2	19.5	22.0	13.9	5.0	4.3	22.6	22.1	2.0	2.3
Next Capital	NCAP TB	THB6.55	172	27.0	20.7	-29.7	30.1	2.0	1.8	11.9	10.6	0.0	0.0
JMT Network Services	JMT TB	THB76.00	3,238	51.8	42.9	19.7	20.6	7.2	6.7	14.3	16.1	1.6	1.6
Muangthai Leasing	MTC TB	THB49.00	3,033	17.7	15.0	18.6	18.1	3.5	2.9	21.4	21.1	0.8	1.0
Ngern Tid Lor	TIDLOR TB	THB33.25	2,424	21.0	16.9	15.9	24.0	3.1	2.7	16.2	17.2	1.0	1.2
Bangkok Commercial Asset Mngmnt	BAM TB	THB18.60	1,755	19.1	16.7	20.9	14.7	1.4	1.3	7.2	8.0	3.6	4.1
Simple average				22.4	20.4	23.6	15.4	3.2	3.0	16.1	16.3	2.2	2.2



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	EGOO	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	CFN	HANA	HMPRO	IVL	OSP	SAWAD	THANI
BANPU	BCH	BTS	OK	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	ICHI	PTL	STGT	TKN	DELTA	MAJOR	MEGA	ACE	JMART	BEC	SYNEX
QH	BLA	KEX	RCL	SINGER	SIRI	STARK	TIDLOR	TTA	RS					

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		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

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.