BUALUANG SECURITIES | RESEARCH

INITIATION

SiamEast Solutions

SE TB / SEm.BK

24 มิถุนายน 2565

ลงทุน ลงทุน ลงทุน! ไปกับหุ้น (ที่ทำให้) น้ำดี

เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" SE ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 1.60 บาท อิง PER ที่ 15 เท่า เทียบเคียงการเติบโตของ EPS เฉลี่ยปี 2022-24 ที่ 39% (CAGR) PEG เพียง 0.4 เท่า ด้วยปัจจัยหนุนราคาหุ้น 3 ประเด็นหลัก 1) SE เป็น Supplier ที่ครบตั้งแต่ต้นทางถึงปลายน้ำธุรกิจด้านอุตสาหกรรม ซึ่งเราเรียกชื่อ คือ จังหวะที่อุตฯ กำลังฟื้นตัว 2) กำไรปี 2022 คาดเติบโตก้าวกระโดด และจะเหนือระดับก่อนโควิด-19 3) Upside และประเด็นบวกจากการนำ บ.ร่วมทุน (UBA) เข้าทำ IPO

Positive #1—เมื่อภาคอุตสาหกรรมฟื้น ควรต้องมีหุ้น Industrial supplier ที่ครบวงจร

จากสถิติ Utilization rate ภาคอุตสาหกรรมพบว่าหลังจากปรับลดลงจากเฉลี่ย 67% ในปี 2016-19 ไปเหลือเพียง 60% ในปี 2020 แต่ในปี 2021 เราก็เห็นการฟื้นตัวกลับมาระดับ 63% และล่าสุด 1Q22 อยู่ที่ 66% แล้ว กอรปกับตัวเลขการลงทุน FDI ที่ยื่นขอ BOI พบว่าเพิ่มขึ้นจากในปี 2021 ที่ผ่านมามูลค่าอยู่ที่ 4.6 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 168% YoY และในช่วง 1Q22 ยังเพิ่มขึ้น 18% YoY ซึ่งหมายถึงผู้ประกอบการได้เตรียมตัวลงทุนรอบใหม่กันแล้ว และธุรกิจของ SE เป็นระบบงานที่ต้องรองานโครงสร้างพื้นฐานลงแล้วเสร็จ จึงคาดว่าจะทยอยได้ประโยชน์ในช่วงปี 2022-23 นอกจากนี้ช่วง 2H22 เป็นฤดูกาล Plant Shutdown ทำให้มี Demand ซ่อมบำรุงโรงงานเป็นจำนวนมากรออยู่ โดยเฉพาะกลุ่มปิโตรเคมี คาดกำไรสุทธิ 2H22 เติบโตสูงกว่า ครึ่งปีแรกชัดเจน

Positive #2—SE เข้าสู่การเติบโตรอบใหญ่ และสร้าง New S-curve

เราคาดกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 41% CAGR ในช่วงปี 2022-24 โดยปี 2022 คาดเติบโต 97% YoY หนุนโดยกลุ่มการผลิตและระบบท่อ ที่ควบรวม KESSEL เข้ามาเกิด Synergy แบบเต็มปี และการกลับมาลงทุนของโรงงานต่างๆ รวมทั้งกำไรจาก UBA ที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ในระยะยาว SE มุ่งต่อยอดธุรกิจใหม่จริงจังล่าสุดเริ่มลงทุนกับ **"Linquip"** หรือ platform บริหารจัดหาสินค้าอุตสาหกรรมผ่านการจับคู่ Demand และ Supply ของธุรกิจต่างๆ บน Big data คาดเป็น Upside ต่อประมาณการกำไรในระยะยาว ซึ่งเรายังไม่ได้รวมเข้ามา

Positive #3—Upside & Catalyst จาก UBA

SE ถือหุ้น 40% ใน UBA ซึ่งเป็นผู้ให้บริการด้านบริหารจัดการน้ำและน้ำเสียแบบครบวงจรรายใหญ่ของไทย โครงการหลักเป็นการบริหารบ่อบำบัดน้ำเสียและอุโมงค์ระบายน้ำของ กทม. เช่น บ่อบำบัดน้ำเสียที่ดินแดง, พระราม 4 และทุ่งครุ เป็นต้น ปัจจุบันมี Backlog ราว 1.8 พันล้านบาท (รองรับรายได้โดยเฉลี่ย 3 ปี) และ Upside จะเพิ่มมาจากโอกาสที่หน่วยงานรัฐ-เอกชน โดยเฉพาะ กทม. ที่เน้นการพัฒนาระบบบำบัดน้ำและการระบายน้ำมากขึ้น (การแก้ปัญหาน้ำท่วม) นอกจากนี้ ยังเตรียมนำ UBA เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ซึ่งจะเสมือนการ Unlock value สินทรัพย์ในมือของ SE...

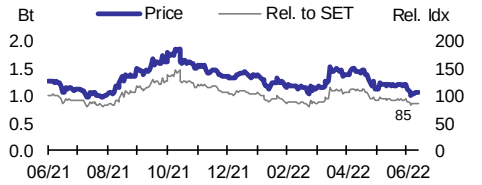
Valuation และการกำหนดราคาเป้าหมาย

เราเริ่มต้นคำแนะนำซื้อ SE และกำหนดราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 1.60 บาท โดยใช้วิธี PER Valuation อิงเป้าหมาย PE ที่ 15 เท่า หรือเทียบเคียง PEG เพียง 0.4 เท่า (ค่อนข้างอนุรักษ์นิยม) และการเติบโตของ EPS เฉลี่ยปี 2022-24 ที่ 39% CAGR บน EPS ปี 2022 ที่ 0.105 ในขณะที่ ราคาหุ้นเทียบเป็น PER ปี 2022 เพียง 10 เท่า ต่ำกว่า HARN (คู่เทียบที่ใกล้เคียงสุด) ที่ 15 เท่า จึงมองเป็นโอกาสลงทุนจากการเติบโตแกร่ง และมูลค่าหุ้นยังไม่แพงจนเกินไป

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน:	ซื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน:	1.60 บาท
ราคา (22/06/65):	1.04 บาท

Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(7.6)	(7.4)	(18.8)
Absolute	(11.9)	(14.8)	(20.6)

Key statistics

Market cap	Bt0.7bn	USD0.0bn
12-mth price range	Bt1.0/Bt2.1	
12-mth avg daily volume	Bt39m	USD1.1m
# of shares (m)	655	
Est. free float (%)	38.0	
Foreign limit (%)	49.0	

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2021	2022E	2023E	2024E
Revenues (Btm)	488	621	714	821
Net profit (Btm)	35	69	80	98
EPS (Bt)	0.06	0.10	0.12	0.15
EPS growth (%)	-67%	+87.2%	+17.2%	+22.1%
Core profit (Btm)	35	69	80	98
Core EPS (Bt)	0.06	0.10	0.12	0.15
Core EPS growth (%)	-67%	+87.2%	+17.2%	+22.1%
PER (x)	26.7	9.9	8.5	6.9
PBV (x)	2.8	1.7	1.4	1.2
Dividend (Bt)	0.00	0.02	0.02	0.03
Dividend yield (%)	0.2	2.0	2.4	2.9
ROE (%)	10.0	18.5	18.1	18.7

CG/Anti-Corruption -

วิกิจ ถิรวรรณรัตน์,
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/ปัจจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th +662 618 1336

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

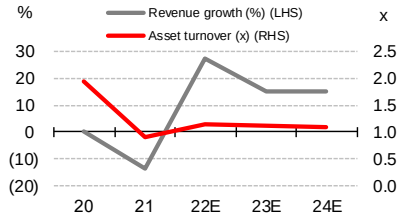
See disclaimer at the end of report

Please see final page for additional important disclosures. Bualuang Securities Public Company Limited ("BLS") is a foreign broker-dealer unregistered in the USA. BLS research is prepared by research analysts who are not registered in the USA. BLS research is distributed in the USA pursuant to Rule 15a-6 of the Securities Exchange Act of 1934.

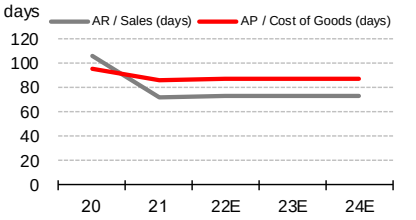
SE: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	565	488	621	714	821
Cost of sales and services	(393)	(358)	(459)	(527)	(606)
Gross profit	**172**	**131**	**162**	**187**	**215**
SG&A	(112)	(113)	(115)	(125)	(135)
EBIT	**60**	**17**	**47**	**62**	**79**
Interest expense	(1)	(2)	(2)	(2)	(1)
Other income/exp.	9	10	10	11	11
EBT	**68**	**25**	**56**	**71**	**89**
Corporate tax	(13)	(6)	(11)	(14)	(18)
After-tax net profit (loss)	**55**	**19**	**44**	**57**	**71**
Minority interest	(32)	(5)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	17	21	25	24	28
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	**41**	**35**	**69**	**80**	**98**
Reported EPS	0.17	0.06	0.10	0.12	0.15
Fully diluted EPS	**0.17**	**0.06**	**0.10**	**0.12**	**0.15**
Core net profit	**41**	**35**	**69**	**80**	**98**
Core EPS	0.17	0.06	0.10	0.12	0.15
EBITDA	**65**	**21**	**51**	**66**	**83**
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)		(13.5)	27.1	15.0	15.0
Gross margin (%)	30.4	26.7	26.1	26.1	26.1
EBITDA margin (%)	11.5	4.3	8.3	9.3	10.2
Operating margin (%)	10.6	3.5	7.6	8.7	9.7
Net margin (%)	7.2	7.1	11.0	11.3	11.9
Core profit margin (%)	7.2	7.1	11.0	11.3	11.9
ROA (%)	14.0	6.5	12.6	12.5	13.2
ROCE (%)	17.0	8.2	16.0	15.3	16.1
Asset turnover (x)	1.9	0.9	1.1	1.1	1.1
Current ratio (x)	3.1	1.7	2.4	2.6	2.8
Gearing ratio (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Interest coverage (x)	86.6	10.5	23.7	40.3	61.3
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	107	61	109	114	129
Accounts receivable	165	96	124	143	164
Inventory	52	65	76	87	100
PP&E-net	32	29	45	61	77
Other assets	225	238	245	284	330
Total assets	**580**	**488**	**598**	**688**	**800**
Accounts payable	102	85	110	127	146
ST debts & current portion	1	9	16	16	16
Long-term debt	28	27	62	62	65
Other liabilities	0	35	0	0	0
Total liabilities	**132**	**155**	**187**	**204**	**227**
Paid-up capital	120	312	328	328	328
Share premium	121	121	121	121	121
Retained earnings	124	147	209	281	369
Shareholders equity	**365**	**331**	**408**	**481**	**569**
Minority interests	83	2	3	4	5
Total Liab.&Shareholders' equity	**580**	**488**	**598**	**688**	**800**
CASH FLOW (Btm)					
Net income	41	35	69	80	98
Depreciation and amortization	5	4	4	4	4
Change in working capital	2	56	(40)	(30)	(34)
FX, non-cash adjustment & others	(73)	(64)	3	(12)	(17)
Cash flows from operating activities	**(26)**	**31**	**36**	**42**	**51**
Capex (Invest)/Divest	0	(330)	(20)	(20)	(20)
Others	1	73	(11)	(11)	(12)
Cash flows from investing activities	**1**	**(257)**	**(31)**	**(31)**	**(32)**
Debt financing (repayment)	(3)	5	42	0	4
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(42)	(76)	(1)	(7)	(8)
Others.	(1)	213	1	1	1
Cash flows from financing activities	**(45)**	**142**	**42**	**(6)**	**(3)**
Net change in cash	(70)	(84)	47	5	16
Free cash flow (Btm)	**(26)**	**(299)**	**16**	**22**	**31**
FCF per share (Bt)	**(0.1)**	**(0.5)**	**0.0**	**0.0**	**0.0**

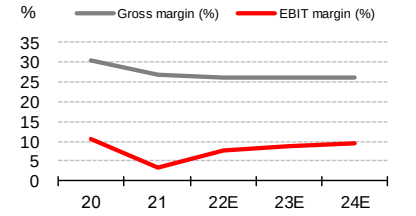
Revenue growth and asset turnover



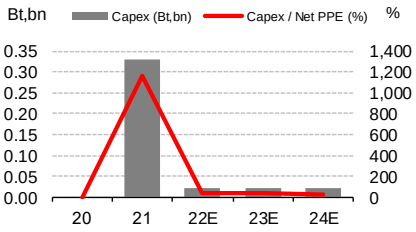
A/C receivable & A/C payable days



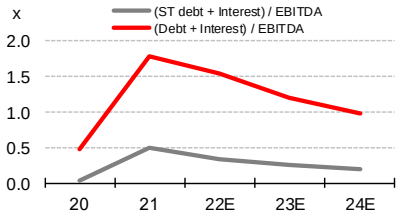
Profit margins



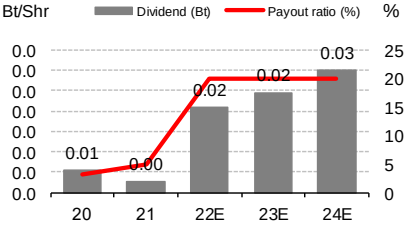
Capital expenditure



Debt serviceability



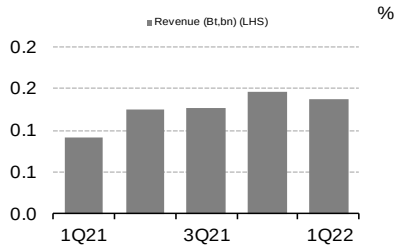
Dividend payout



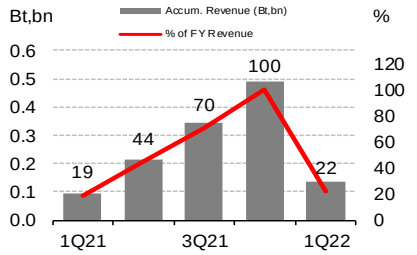
SE: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Revenue	92	124	127	145	137
Cost of sales and services	(69)	(90)	(95)	(104)	(99)
Gross profit	23	34	32	41	37
SG&A	(26)	(32)	(27)	(28)	(28)
EBIT	**(3)**	**2**	**5**	**14**	**9**
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
Other income/exp.	1	2	2	5	2
EBT	**(3)**	**4**	**7**	**18**	**10**
Corporate tax	1	(2)	(2)	(4)	(2)
After-tax net profit (loss)	(2)	2	5	14	8
Minority interest	(1)	(3)	(0)	(1)	(0)
Equity earnings from affiliates	6	3	7	6	5
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	**3**	**1**	**12**	**19**	**13**
Reported EPS	0.01	0.00	0.02	0.03	0.02
Fully diluted EPS	**0.01**	**0.00**	**0.02**	**0.03**	**0.02**
Core net profit	**3**	**1**	**12**	**19**	**13**
Core EPS	0.01	0.00	0.02	0.03	0.02
EBITDA	**(3)**	**2**	**5**	**14**	**9**
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	24.8	27.7	25.3	28.5	27.3
EBITDA margin (%)	(3.5)	1.6	3.7	9.4	6.8
Operating margin (%)	(3.5)	1.6	3.7	9.4	6.8
Net margin (%)	3.1	1.0	9.2	13.2	9.9
Core profit margin (%)	3.1	1.0	9.2	13.2	9.9
BV (Bt)	1.5	1.2	0.5	0.5	0.6
ROE (%)	3.1	0.9	15.0	23.1	15.6
ROA (%)	2.4	0.8	10.1	15.7	11.1
Current ratio (x)	3.4	3.8	2.6	2.6	3.8
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Interest coverage (x)	n.m.	5.5	10.9	22.6	16.4
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	137	241	45	61	52
Accounts receivable	65	78	83	96	92
Inventory	26	31	70	65	75
PP&E-net	7	6	29	29	28
Other assets	229	307	233	238	240
Total assets	**464**	**663**	**461**	**488**	**488**
Accounts payable	71	86	80	85	74
ST debts & current portion	0	0	4	7	0
Long-term debt	0	0	0	0	35
Other liabilities	23	23	63	64	32
Total liabilities	**94**	**109**	**148**	**155**	**141**
Paid-up capital	120	312	312	312	312
Share premium	121	121	121	121	121
Retained earnings	120	112	119	134	148
Shareholders equity	**370**	**554**	**312**	**331**	**345**
Minority interests	0	0	1	2	2
Total Liab.&Shareholders' equity	**464**	**663**	**461**	**488**	**488**

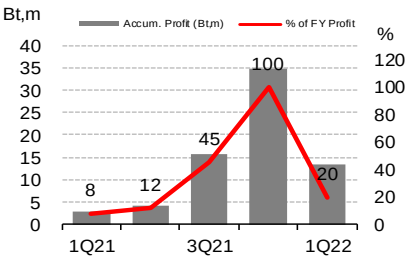
Revenue trend



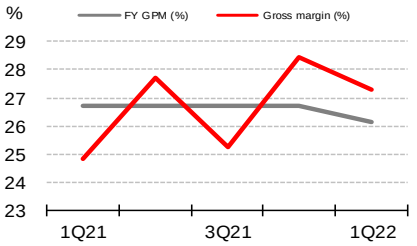
Revenue trend (accumulated)



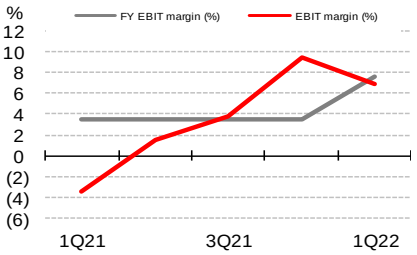
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน) "SE" บริษัทจัดหาและจำหน่ายสินค้าอุตสาหกรรมประเภทปั๊มสูบส่งน้ำและของเหลว อุปกรณ์ในกระบวนการผลิตระบบท่อ และวัสดุสิ้นเปลืองในกระบวนการผลิตและงานซ่อมบำรุง และให้บริการงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการให้บริการเคลือบพื้นผิวและตัดเย็บฉนวนหุ้ม นอกจากนี้ ยังถือหุ้น 40% ในบริษัท ยูทิลิตี้ บิสิเนส อัลลายแอนซ์ จำกัด (UBA) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการงานบริหารจัดการระบบบำบัดน้ำเสียชั้นนำของประเทศไทย

Background

บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน) ("บริษัท" หรือ "SE") ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 1993 (พ.ศ. 2536) ในชื่อเดิม บริษัท สยามราชธานี (ตะวันออก) จำกัด และจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ mai เมื่อปี 2017 (พ.ศ. 2560)

บริษัทประกอบธุรกิจจัดหาและจำหน่ายสินค้าอุตสาหกรรม โดยเฉพาะระบบปั๊มและท่ออุตสาหกรรมรูปแบบต่างๆ รวมทั้งให้บริการต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับโรงงานอุตสาหกรรม

ปัจจุบัน SE มีบริษัทย่อยและร่วมทุนรวม 3 บริษัท ดังนี้

1) บริษัท ยูทิลิตี้ บิสิเนส อัลลายแอนซ์ จำกัด หรือ UBA (SE ถือหุ้น 40% ร่วมกับ NWR 60%) เป็นผู้ให้บริการด้านบริหารจัดการน้ำและน้ำเสียแบบครบวงจร โดยโครงการหลักเป็นการบริหารบ่อบำบัดน้ำเสีย และอุโมงค์ระบายน้ำของ กทม. (*รายละเอียดเพิ่มเติมในหัวข้อ Positive #3*)

2) บริษัท เคเซล (ประเทศไทย) จำกัด หรือ KESSEL ซึ่ง SE เข้าซื้อกิจการมาเมื่อกลางปีที่แล้ว โดย KESSEL เป็นโรงงานผลิตและนำเข้าสินค้ากลุ่มท่อไพฟ์ไลน์นิ่ง และให้บริการซ่อมแซมท่อกลุ่มดังกล่าว แห่งเดียวในไทย โดยเฉพาะกลุ่มท่อที่ทนทานต่อความร้อน-ความเป็นกรดได้สูง (เดิมเป็น Supplier ให้กับ SE) โดยการเป็นเจ้าของ KESSEL ทำให้ได้ Technology License พร้อมทำการตลาดแบรนด์ KESSEL ในประเทศไทย

3) บริษัท โอเคเอส กรุ๊ป โฮลดิ้ง จำกัด หรือ OKS เป็นบริษัทย่อยที่ตั้งขึ้นมาเพื่อลงทุนในธุรกิจ Start-up และ/หรือบริษัทอื่นที่จะเข้ามาเติมเต็ม Ecosystem ของ SE

Figure 1 : โครงสร้างธุรกิจของ SE

Source: Company Data

Figure 2 : SE's milestones (2017-2022)

Source: Company Data

ผลิตภัณฑ์ของ SE แทบจะครอบคลุมระบบที่เกี่ยวข้องกับท่อและปั๊มทั่วทั้งโรงงานอุตสาหกรรม โดยหากแบ่งประเภทสินค้า-บริการ จัดกลุ่มได้ 4 ประเภท และมีสัดส่วนรายได้หลักในปี 2021 ดังนี้

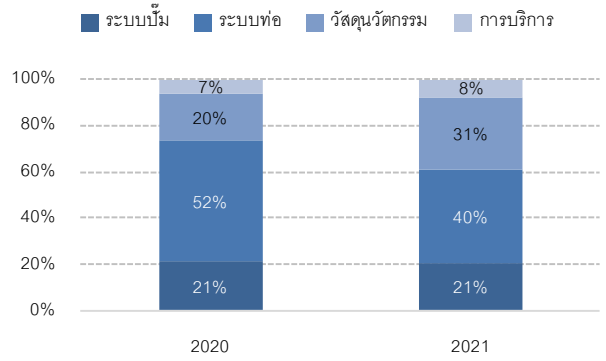
1) กลุ่มผลิตภัณฑ์และเทคโนโลยีระบบปั๊ม (สัดส่วนรายได้ 21% ในปี 2021) สินค้าหลักเป็นปั๊มสูบส่งของเหลว นอกจากจะใช้ในโรงงานอุตสาหกรรมแล้ว ยังใช้ในโรมแรม โรงพยาบาล อาคารสูง และโครงการบริหารน้ำต่างๆ ด้วย

2) กลุ่มผลิตภัณฑ์การจัดการกระบวนการผลิตและระบบท่อ (สัดส่วนรายได้ 40% รวม KESSEL) มีการจำหน่ายทั้ง 5 ประเภท ได้แก่ ท่อคัดแยกวัสดุ ดูดซึม แลกเปลี่ยนมวลสาร การเป่าไหม้ความร้อน และบำบัดมลพิษทางอากาศ โดยการซื้อ KESSEL เข้ามา นอกจากจะได้แบรนด์ แล้วยังได้โรงงานที่สามารถดัดแปลง (Customization) รูปแบบท่อที่คุณสมบัติระดับสูง ได้ตามความต้องการของลูกค้า หรือ สภาพ-สถานที่การใช้งานได้ด้วย

3) กลุ่มผลิตภัณฑ์วัสดุนวัตกรรม (สัดส่วนรายได้ 31% ในปี 2021) ส่วนใหญ่เป็นอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการซ่อมบำรุงโรงงาน เช่น กาวไซยาโนอะคริเลต ยาแนว น้ำยาเคลือบผิว-กันสนิม อุปกรณ์ป้องกันความปลอดภัย และปีล่าสุดมีการจำหน่ายชุดตรวจและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันโควิด-19 ด้วย (สัดส่วนรายได้จากการขาย ATK ราว 7% ในปี 2021)

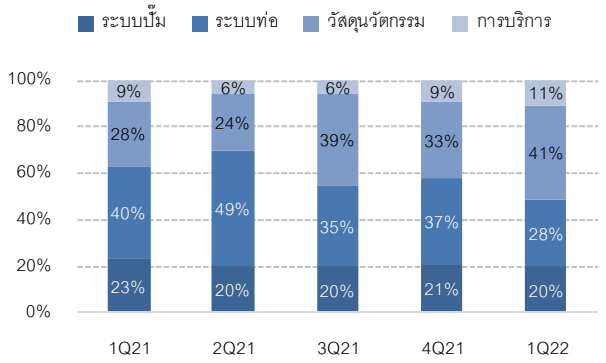
4) กลุ่มงานบริการ (สัดส่วนรายได้ 8% ในปี 2021) เป็นธุรกิจเกี่ยวเนื่องจากการจำหน่ายสินค้า เช่น งานติดตั้งและดูแลระบบท่อน้ำ-ท่อลม งานตรวจเช็คและซ่อมแซมระบบปั๊ม งานเคลือบพื้นผิว งานตัดเย็บฉนวนห่อหุ้มท่อ-อุปกรณ์ที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น

Figure 3 : สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภท (รายปี)



Note: ใช้ตัวเลขตามงบการเงินเสมือนที่มีการรวม KESSEL เข้าไปแล้ว)
Sources: Company data

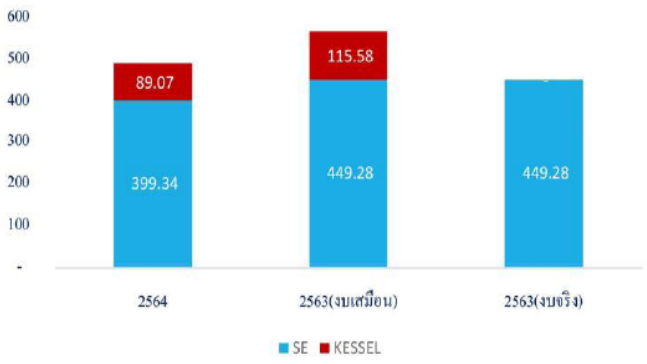
Figure 4 : สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภท (รายไตรมาส)



Note: ใช้ตัวเลขตามงบการเงินเสมือนที่มีการรวม KESSEL เข้าไปแล้ว)
Sources: Company data

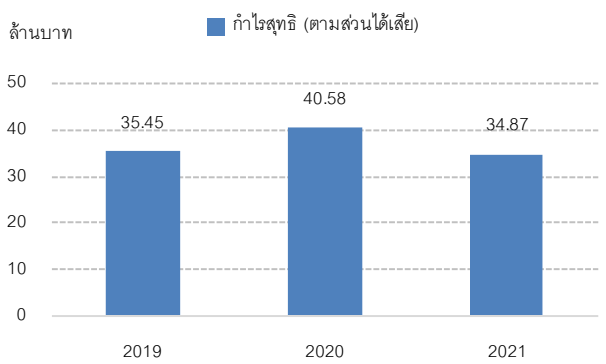
ปี 2021 ประคองตัวได้ แม้มีแรงกดดันจากการระบาดของโควิด-19 รอบใหญ่ โดยเราอิงตัวเลขรายได้-ค่าใช้จ่ายจากงบเสมือนที่มีการรวมธุรกิจของ KESSEL (ซื้อหุ้นเมื่อ 2 ก.ค. 2021) ย้อนกลับปี 2020-21 (แต่ภาพกำไรที่กล่าวถึง จะเป็นตัวเลขที่หักช่วงที่ SE ยังไม่ได้ถือหุ้นออกแล้ว) โดยกำไรสุทธิปี 2021 อยู่ที่ 34.9 ล้านบาท ลดลง 14% YoY เป็นผลมาจากการลดงบประมาณก่อสร้างและซ่อมแซมโรงงานของลูกค้าโดยส่วนใหญ่ ที่กระทบจากโควิด-19 (แต่ส่วนของ KESSEL ดีขึ้นช่วยพยุงรายได้) แต่ยังถือว่าอยู่ในระดับที่ประคองตัวได้เมื่อเทียบกับปี 2019 ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้น (GP) ลดลงจากเฉลี่ย 30.4% ในปี 2020 เป็น 26.7% ในปี 2021 เกิดจากสัดส่วนรายได้กลุ่มท่อ (ซึ่งมี GP สูงกว่าเฉลี่ย) ลดลง

Figure 5 : รายได้จากการขายและให้บริการ



Sources: Company data

Figure 6 : กำไรสุทธิตามส่วนได้เสีย



Sources: Company data

Positive #1—เมื่อภาคอุตสาหกรรมฟื้น ควรต้องมีหุ้น Industrial supplier ที่ครบวงจร

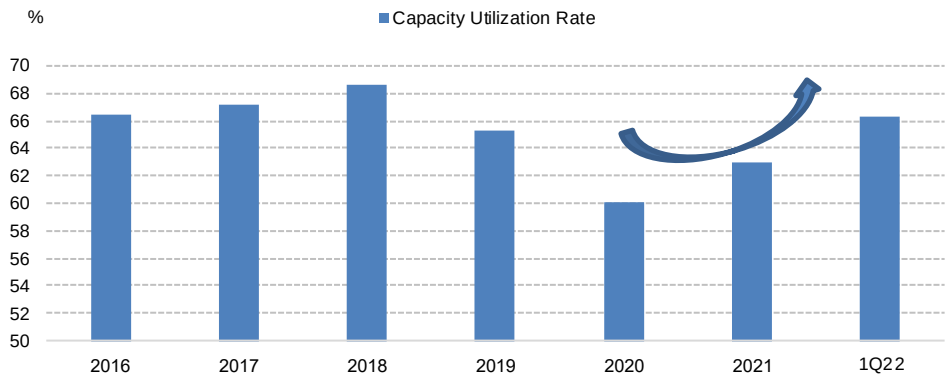
สัญญาณตัวเลข Utilization rate ของโรงงานอุตสาหกรรมไทยดีขึ้นต่อเนื่อง หลังจากปรับลดลงจากเฉลี่ย 67% ในปี 2016-19 ไปเหลือเพียง 60% ในปี 2020 แต่ในปี 2021 เราก็เห็นการฟื้นตัวกลับมาระดับ 63% และล่าสุด 1Q22 อยู่ที่ 66% แล้ว แสดงให้เห็นทิศทางการกลับเข้าสู่ปกติ (Normalization) และยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นจาก pent-up demand ที่อั้นไว้ก่อนหน้านี้ด้วย

การลงทุนโรงงานอุตสาหกรรมกำลังจะกลับมาคึกคัก โดยหากประเมินจากสถานการณ์โควิด-19 ที่เริ่มคลี่คลาย มองว่าหลายบริษัทที่ชะลอแผนการลงทุนสร้าง-ขยายโรงงานไปก่อนหน้านี้ จะเริ่มมีความมั่นใจ และกลับมาลงทุนเพิ่มเติมอีกครั้ง หากเทียบสัญญาณดังกล่าวจากตัวเลขการลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) ที่มีการยื่นขอรับการส่งเสริม BOI พบว่าเพิ่มขึ้นจากในปี 2021 ที่ผ่านมามูลค่าอยู่ที่ 4.6 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 1.7 แสนล้านบาท ในปี 2020 เทียบเป็นระดับ 99% ของมูลค่าฯ ปี 2019 และในช่วง 1Q22 มูลค่าฯ อยู่ที่ 7.3 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 18% YoY ซึ่งหมายถึงผู้ประกอบการได้เตรียมตัวลงทุนรอบใหม่กันแล้ว และธุรกิจของ SE เป็นงานระบบที่ต้องรองานโครงสร้างพื้นฐานลงแล้วเสร็จ จึงคาดว่าจะทยอยได้ประโยชน์ในช่วงปี 2022-23 จำนวนมาก

SE มีสินค้าด้านอุตสาหกรรมรองรับการฟื้นตัวได้อย่างครอบคลุม โดยเป็นผู้จำหน่าย และ/หรือ ได้สิทธิในการทำการตลาดและจำหน่ายจากเจ้าของแบรนด์สินค้าที่เป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไปในวงการจำนวนราว 40 แบรนด์ และมากกว่า 3,500 รายการสินค้า และในปีล่าสุด SE ได้แตกไลน์การจำหน่ายอุปกรณ์ทางการแพทย์ด้วย ทั้งนี้ ลูกค้าหลักของ SE คือผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมเคมีปิโตรฯ และยานยนต์

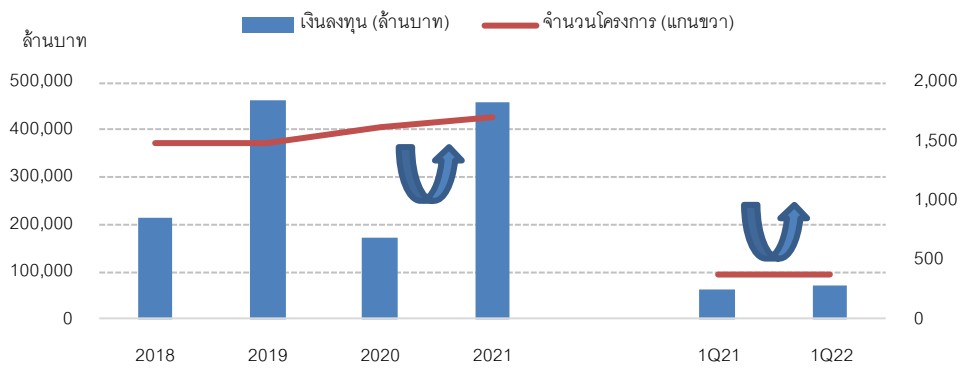
ครึ่งปีหลังเป็น High Season ของการปิดซ่อมแซมโรงงาน โดยปกติโรงงานกลุ่มปิโตรเคมีซึ่งเป็นลูกค้ากลุ่มใหญ่ มักจะมีการปิดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ (Plant Shutdown) ในช่วง 3Q-4Q ของแต่ละปี ทำให้ผลประกอบการเข้าสู่ช่วง High season และเราคาดเบื้องต้นว่า SE จะมีกำไรราว 18-20 ล้านบาท/ไตรมาส ในช่วงดังกล่าว รวมประมาณ 38 ล้านบาท ในช่วง 2H22 เทียบเป็นการเติบโตระดับ 20-25% YoY และ 20-25% HoH ใน 2H22

Figure 7 : Capacity Utilization Rate



Source: สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

Figure 8 : สถิติการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ รายเดือน (FDI)



Source: สำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI)

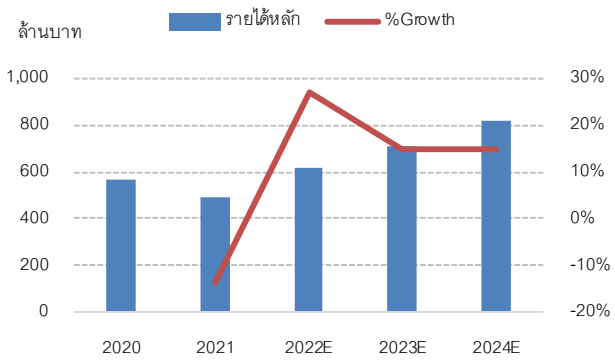
Positive #2—SE เข้าสู่การเติบโตรอบใหญ่ และสร้าง New S-curve

คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 41% CAGR ในช่วง 3 ปีนี้ โดยเราคาดการกำไรสุทธิปี 2022-24 ที่ 68.5 80.3 และ 98.1 ล้านบาทตามลำดับ คิดเป็นการเติบโต 97% 17% และ 22% ตามลำดับ (หรือเฉลี่ย 41% CAGR ปี 2022-24) โดย Highlight อยู่ที่ปี 2022 ที่คาดรายได้จากการขายและบริการรวมเติบโต 27% YoY สู่ 621 ล้านบาท หนุนโดยการเติบโตของกลุ่มผลิตภัณฑ์การจัดการกระบวนการผลิตและระบบท่อ ที่ได้รับอานิสงค์จากการรวม KESSEL เข้ามาทำ Synergy แบบเต็มปี และการกลับมาลงทุนของโรงงานต่าง ในส่วนของ UBA (SE ได้ส่วนแบ่งกำไร 40%) คาดกำไรปี 2022 ที่ 62 ล้านบาท เติบโต 19% YoY ตามสัญญาบริหารจัดการน้ำเสียที่เพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น (GM) ในปี 2022 ของ SE เฉลี่ยที่ 26.1% (เทียบกับเฉลี่ย 27.3% ใน 1Q22, 26.7% ในปี 2021 และ 30.4% ในปี 2020) ภายใต้การสมมติฐาน GM ทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์แบบอนุรักษ์นิยม ทั้งนี้ ในแง่ของผลการดำเนินงานแบบ Organic ก็มีโอกาสเกิด Upside ต่อประมาณการกำไรของเราจากส่วนนี้ได้ โดยทุกๆ 1% ที่ GM มากกว่าสมมติฐานของเราเป็น Upside ต่อกำไรปี 2022 ที่ 9%

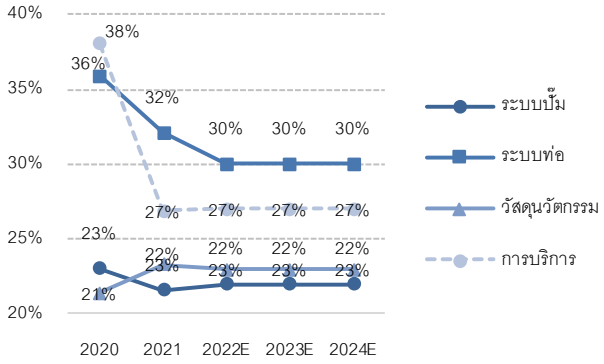
ทั้งนี้ ประมาณการกำไรของเรารวม Dilution ของหุ้นปันผลที่จ่ายเมื่อต้นปี 2022 นี้เข้ามาแล้ว แต่ก็ยังทำให้ EPS ปี 2022 เติบโตถึง 87% YoY (และเฉลี่ย EPS Growth ปี 2022-24 ที่ 39% CAGR)

Figure 9 : คาดการณ์รายได้หลัก และการเติบโต



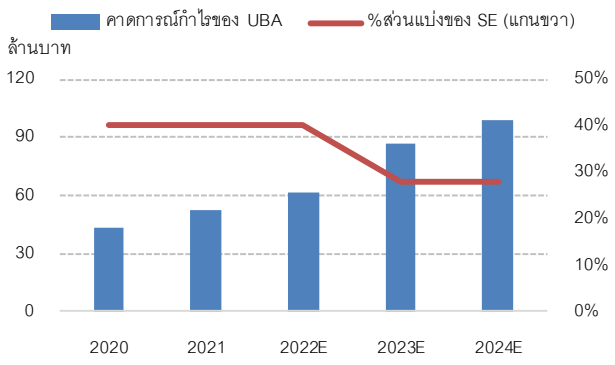
Sources: Company data, BLS Research

Figure 10 : คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น (GM) แต่ละธุรกิจ



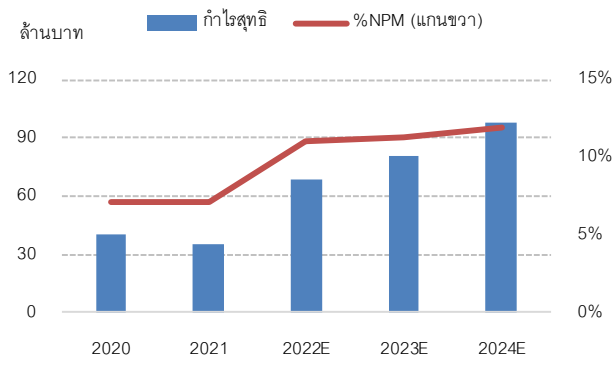
Sources: Company data, BLS Research

Figure 11 : คาดการณ์กำไรของ UBA



Sources: Company data, BLS Research

Figure 12 : คาดการณ์กำไรสุทธิ และอัตรากำไรสุทธิ



Sources: Company data, BLS Research

มุ่งหน้าสร้าง New S-curve จริงจัง ด้วยการลงทุนใน Start-up และบริษัทเกี่ยวเนื่อง ผ่าน OKS โดยวางเป้าหมายไว้ในธุรกิจเชิง platform, IoT, สิ่งแวดล้อม, พลังงาน และ FinTech ล่าสุดได้เตรียมตัวทำ MOU กับ Start-up สัญชาติสหรัฐฯ ชื่อ **"Linquip"** ซึ่งเป็น platform จัดหาสินค้าด้านอุตสาหกรรมรายใหญ่ เพื่อรองรับ Digital Disruption ของวงการอุตสาหกรรมในอนาคต โดยเบื้องต้น SE จะได้สิทธิร่วมในการทำการวิจัยตลาดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งจุดสำคัญคือการได้เข้าถึง Big Data ด้านอุตสาหกรรม ทั้งนี้ *ประมาณการกำไรของเรายังไม่รวมผลจากการลงทุนข้างต้น โดยมองเป็น Upside ที่มีนัยสำคัญในระยะยาว หากประสบความสำเร็จ*

Figure 13 : SE's ecosystem

Source: Company Data

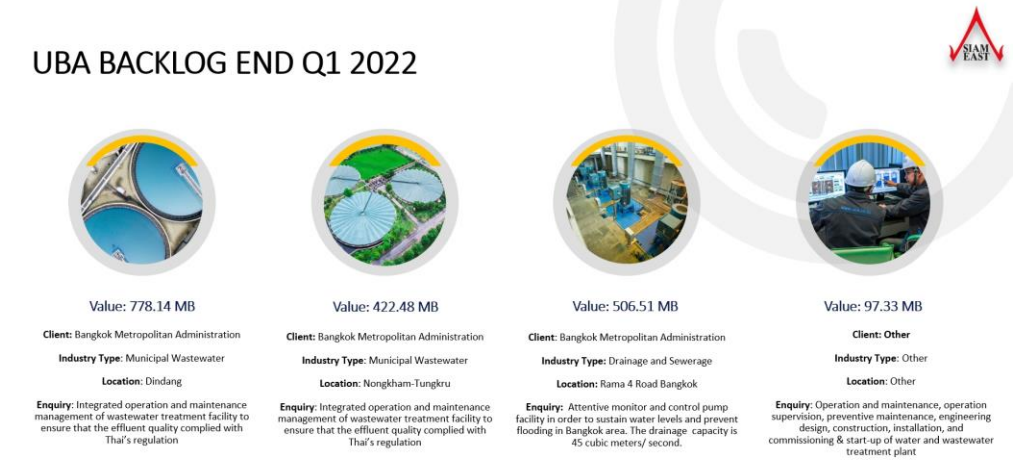
Positive #3—Upside & Catalyst จากการนำ UBA เข้า IPO และจดทะเบียนในตลาดฯ

UBA เป็นผู้ให้บริการด้านบริหารจัดการน้ำและน้ำเสียแบบครบวงจร โดยโครงการหลักเป็นการบริหารบ่อบำบัดน้ำเสีย และอุโมงค์ระบายน้ำของ กทม. เช่น บ่อบำบัดน้ำเสียที่ดินแดง พระราม 4 และทุ่งครุ เป็นต้น ระยะเวลาส่วนใหญ่ประมาณ 5 ปี และได้รับการต่อสัญญามาต่อเนื่อง Backlog ปัจจุบันราว 1.8 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2022 รองรับรายได้โดยเฉลี่ยไปอีก 3 ปี แบบยังไม่รวมโครงการใหม่ในอนาคต

UBA มองหาโอกาสจากการเข้าไปบริหารจัดการโครงการด้านน้ำเสียอยู่ตลอด ทั้งในภาครัฐและเอกชน โดยเรามองว่าปัจจุบันประเด็นสิ่งแวดล้อม โดยเฉพาะการบริหารน้ำเสีย-การบำบัดน้ำต่างเป็นประเด็นที่สำคัญขึ้นมาในระดับนโยบาย โดยเฉพาะในส่วนของ กทม. หลังทีมผู้บริหารใหม่มีนโยบายด้านนี้ที่ชัดเจน ทั้งนี้ UBA มีชื่อเสียงเป็น 1 ใน 3 ของบริษัทจัดการบำบัดน้ำเสียของไทย

เตรียมยื่น Filing เข้าจดทะเบียนฯ เบื้องต้นบริษัทได้วางแผนสำหรับการนำ UBA เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในหมวดภาคบริการ โดยประเมินในเบื้องต้นว่าจะมีการขายหุ้นใหม่ในรูปแบบ IPO สัดส่วนราว 30% ของทุนจดทะเบียนหลัง IPO จะทำให้สัดส่วนการลงทุนของ SE ลดลงจาก 40% เป็น 28% ซึ่งเราได้รวมผลของ Dilution ดังกล่าวในประมาณการกำไรตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไปแล้ว แต่ยังไม่ได้รวมมูลค่าเพิ่มจาก IPO (ตามหลักอนุรักษ์นิยม)

Figure 14 : โครงการบริหารจัดการน้ำหลักที่ UBA รับผิดชอบอยู่ในปัจจุบัน (ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2022)



Source: Company Data

Valuation and Recommendation

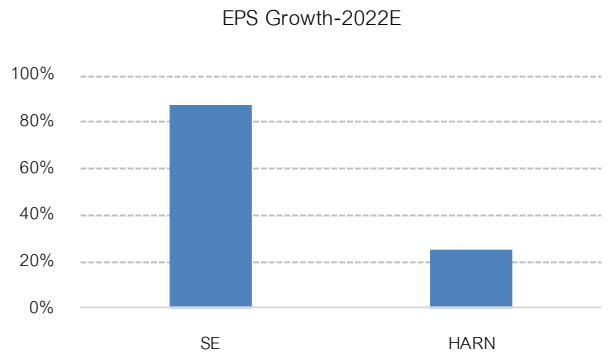
เราเริ่มต้นคำแนะนำซื้อ SE และกำหนดราคาเป้าหมายปี 2022 (แบบอนุรักษ์นิยม) ที่ 1.60 บาท โดยใช้วิธี PER Valuation โดยอิงเป้าหมาย PE ที่ 15 เท่า (ซึ่งต่ำกว่า PE ตลาดฯ ที่ 15.9 เท่า) คำนวณจาก PEG ที่ 0.4 เท่า (ค่อนข้างอนุรักษ์นิยม) เทียบกับการเติบโตของ EPS เฉลี่ยปี 2022-24 ที่ 39% CAGR และใช้ EPS ปี 2022 ที่ 0.105 ในการคำนวณ

Catalyst #1—ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น จากแนวโน้มผลประกอบการใน 2Q-4Q22 ที่คาดปรับตัวดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นตามคำสั่งซื้อของลูกค้าที่พร้อมกลับมาปรับปรุงซ่อมแซมโรงงานรับเศรษฐกิจฟื้นอีกครั้ง โดยเฉพาะ 3Q-4Q22 ที่คาดเป็นฤดูกาลของการปรับปรุงโรงงานครั้งใหญ่ โดยเฉพาะกลุ่มปิโตรฯ-เคมี

Catalyst #2—ระยะกลาง-ยาวมีเห็นแนวโน้มยังเติบโตต่อเนื่อง จากความคาดหวังต่อและการลงทุนโรงงานใหม่ที่จะเกิดขึ้นหลังการเปิดเดินทางข้ามประเทศ และการย้ายฐานการผลิตออกจากจีนของหลายๆ ธุรกิจ เพื่อกระจายความเสี่ยง รวมไปถึงปัจจัยหนุนจากการนำ UBA เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ เพื่อปลดล็อคมูลค่าของสินทรัพย์ ช่วย re-rate valuation ของ SE ไปในตัว โดย UBA ถือเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการจัดการสิ่งแวดล้อม และการป้องกันน้ำท่วม ซึ่งเป็นประเด็นหลักที่ทีมผู้บริหาร กทม. ใหม่ให้ความสำคัญอยู่แล้ว (โครงการส่วนใหญ่ของ UBA ถนัดงานใน กทม. อยู่แล้ว) ทำให้หุ้นมีความน่าสนใจมากขึ้น และการระดมทุนรอบนี้ สามารถนำไปลงทุนหมุนเวียนในโครงการใหม่ๆ สร้าง Upside ต่อการเติบโตระยะยาวอีกต่อหนึ่ง

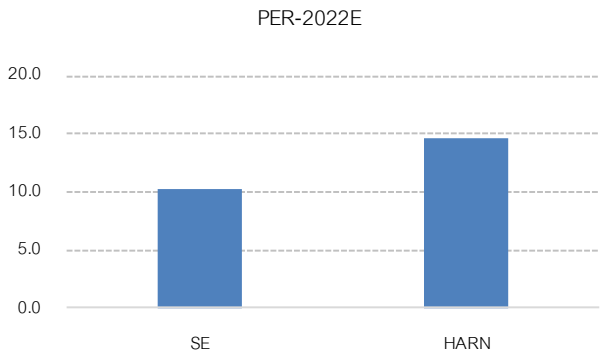
เปรียบเทียบ Valuation กับคู่เทียบที่ใกล้เคียงเพียงหนึ่งเดียวที่จดทะเบียนในตลาดฯ คือ HARN (ประกอบธุรกิจนำเข้า และจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ในระบบดับเพลิง ระบบปรับอากาศและสุขาภิบาล ระบบทำความเย็น ฯลฯ ซึ่งเกี่ยวโยงกับภาคอุตสาหกรรม) พบว่าราคาปัจจุบัน SE ซื้อขายบน PER ปี 2022 ที่ 10 เท่า เทียบกับ HARN (อิงคาดการณ์ EPS ของตลาดจาก SETTRADE) ที่ 15 เท่า จึงมองว่า valuation ของ SE ยัง Laggard มาก และหากเทียบเป็น PEG (ใช้ EPS Growth เฉลี่ยปี 2022-24) ก็ต่ำเพียง 0.3 เท่า เท่านั้น ดังนั้น ทั้งในแง่พื้นฐานที่แข็งแกร่ง และ Valuation เราจึงมอง SE เป็นหุ้นนอกกระแสที่น่าลงทุน เชื่อว่าตลาดจะหันมาสนใจในไม่ช้านี้

Figure 15 : เปรียบเทียบ EPS Growth 2022 ของ SE กับ HARN



Sources: Company data, BLS Research, SETTRADE

Figure 16 : เปรียบเทียบ PER 2022 ของ SE กับ HARN



Sources: Company data, BLS Research, SETTRADE

ความเสี่ยงที่สำคัญ

- ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจมหภาคผันผวน เป็นเหตุให้ลูกค้าตัดสินใจชะลอการลงทุน
- ความเสี่ยงจากการสูญเสียสิทธิการเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้า
- ความเสี่ยงจากการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่
- ความเสี่ยงจากการทำตลาดเองของเจ้าของแบรนด์สินค้า
- ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน
- ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง
- ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน เช่น การบริหารคลังสินค้าผิดพลาด สินค้าล้าสมัย เป็นต้น

ESG

Total Score = 2

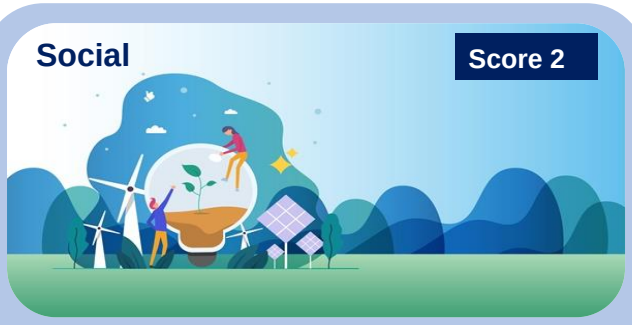
Environmental

Score 2

บริษัทมีนโยบายให้พนักงานและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องมีส่วนร่วมในการจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ทั้งควบคุม ป้องกัน บำบัด และลดมลภาวะต่างๆ รวมทั้งส่งเสริมค่านิยม โดยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่ผ่านมา เช่น ซ่อมบำรุงเครื่องจักรเพื่อลดการสิ้นเปลืองพลังงาน ทำความสะอาดอุปกรณ์ที่มีคราบเปื้อนสารเคมี และใช้หลัก 3R (Reduce Reuse Recycle) ในการจัดการขยะ ลดลงไปได้ 3 ตัน/ปี

Social

Score 2



บริษัทให้ความสำคัญกับด้านสังคมหลายมิติ โดยเฉพาะที่เป็นพื้นฐานอยู่แล้ว เช่น การเคารพสิทธิมนุษยชน การรับผิดชอบต่อผู้บริโภค ชุมชน และสังคมโดยรอบ ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา เช่น ส่งมอบของที่จำเป็นให้กับผู้ป่วยโควิด-19 และเจ้าหน้าที่ด่านหน้า การบริจาคอุปกรณ์ให้คนตาบอดและเด็กในโรงเรียนที่ขาดแคลน เป็นต้น

Governance

Score 2

บริษัทได้รับคะแนน CG Score ระดับ "ดีเยี่ยม" 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.

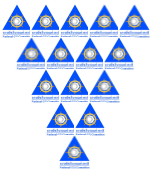
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured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

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC
KBANK	KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TOP	WHA	ESSO	CKP
STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CPF	CPN	HANA	HMPRO	IVL	OSP	SAWAD	THANI
BANPU	BCH	BTS	CK	SCC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	RATCH	VGI	SCGP	TQM	COM7
DOHOME	JMT	CHG	TMB	BAM	BCP	BCPG	AP	KTB	BPP	KKP	OR	BEM	GUNKUL	LH
EA	SPALI	RBF	EPG	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
	TLI

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

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.