INITIATING COVERAGE

DAOL SEC

9 June 2023

Srisawad Capital 1969

Sector: Finance

เติบโตโดดเด่นจากสินเชื่อจักรยานยนต์ป้ายแดง

Bloomberg ticker	SCAP TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt5.20
Target price	Bt5.80
Upside/Downside	+14%
EPS revision	n.a.
Bloomberg target price	n.a.
Bloomberg consensus	n.a.

Stock data

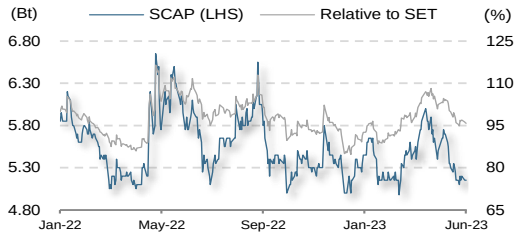
Stock price 1-year high/low	Bt6.65 / Bt4.92
Market cap. (Bt mn)	33,182
Shares outstanding (mn)	6,506
Avg. daily turnover (Bt mn)	12
Free float	22%
CG rating	Very good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Net Interest Income	2,031	2,679	5,203	7,074
Non-net interest	389	706	1,299	1,912
PPOP	1,414	1,461	2,871	4,147
Provision	93	(90)	(354)	(560)
Net Profit	913	661	1,604	2,074
EPS (Bt)	0.33	0.10	0.25	0.32
EPS growth (%)	-41.7%	-69.4%	142.9%	29.3%
NIM (%)	18.4%	17.2%	20.2%	20.1%
BPS (Bt)	3.54	1.68	1.62	1.86
DPS (Bt)	0.82	1.60	0.10	0.13
PER (x)	15.7	51.2	21.1	16.3
PBV (x)	1.5	3.1	3.2	2.8
Div. yield (%)	15.8%	30.8%	1.9%	2.5%

Bloomberg consensus

Net profit	913	661	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	0.33	0.17	n.a.	n.a.



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-9.7%	-1.0%	-12.1%	-17.1%
Relative to SET	-9.6%	2.3%	-8.3%	-12.3%

Major shareholders	Holding
1. Srisawad Corporation	72.05%
2. Mr. Wichit Phayahanaveechai	5.76%
3. Mr. Wuttichai Punyanok	3.46%

Analyst: Jutamas Temwattanangkul (Reg. no. 099971)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น SCAP ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 5.80 บาท อิงวิธี GGM หรือเทียบเท่า 2023E PBV ที่ 3.6x (+1.75 SD above 5-yr average PBV) SCAP เป็นบริษัทลูกของ SAWAD (ถือหุ้น 72%) ที่เน้นให้บริการสินเชื่อรายย่อย และเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่ (1Q23 = 89% ของสินเชื่อรวม) ผ่านบริษัทย่อย S Leasing และ Cathay Leasing โดยเรามีมุมมองบวกต่อ SCAP จาก 4 เหตุผลหลัก ดังนี้ 1) สินเชื่อที่จะกลับมาขยายตัวสูงปี 2023E ที่ +44% YoY ต่อเนื่องจากปี 2022 ที่ +108% YoY หลังได้รับเงินทุนกู้ยืมจาก SAWAD (1Q23 = 1.5 หมื่นล้านบาท) เพื่อขยายสินเชื่อรถจักรยานยนต์ป้ายแดง (ปัจจุบันมีส่วนแบ่งการตลาดมากกว่า 20%), 2) การควบคุม NPL และค่าใช้จ่ายการติดตามหนี้ที่ดี ผ่านสาขา SAWAD มากกว่า 5.4 พันแห่งทั่วประเทศ ที่ช่วยในการติดตามหนี้ และยึดรถ ทำให้ NPL ปี 2023E อยู่ที่ 3.1% ต่ำกว่าอุตสาหกรรมที่ 5-7%, 3) เริ่มทำ cross sale ขายประกันภัย และลดค่าใช้จ่าย commission ทำให้บริษัทไม่ได้รับผลกระทบการคุมอัตราดอกเบี้ยเช่าซื้อที่ 23% อย่างมีนัย และ 4) ผลการดำเนินงานจะขยายตัวสูง และทำสถิติสูงสุดใหม่

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1.6 พันล้านบาท ขยายตัวสูงถึง +143% YoY และต่อเนื่องปี 2024E ที่ 2.1 พันล้านบาท (+29% YoY) และประเมินว่าผลการดำเนินงาน 2Q23E จะยังขยายตัว YoY/QoQ จากสินเชื่อที่ขยายตัวต่อเนื่อง ตามยอดขายรถจักรยานยนต์ที่เพิ่มขึ้น รวมทั้ง loan yield จะดีขึ้น YoY ตามสัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ (high yield) ที่สูงขึ้น

ราคาหุ้น underperform SET -10% ใน 1 เดือน จากความกังวลต่อ NPL และต้นทุนทางการเงินที่อาจจะเพิ่มขึ้นตามทิศทางดอกเบี้ย อย่างไรก็ตามเราแนะนำ “ซื้อ” จากโอกาสในการเติบโตของกำไรที่สูง (2022-24E EPS CAGR +77%) จากธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่ และ NPL ที่อยู่ในกรอบที่บริหารจัดการได้ที่ 3-4% รวมทั้งบริษัทยังมี catalyst จากสินเชื่อที่มีโอกาสปรับตัวสูงกว่าคาด (2023E/24E = +44%/+31% YoY) โดยประเมินว่าสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะคิดเป็น upside ต่อกำไรสุทธิปี 2024E ที่ +2% ในขณะที่ valuation ยังน่าสนใจคิดเป็น 2023E PER ที่ 20.7x (5-yr average PER) หรือ PEG ที่ 0.3x

KEY HIGHLIGHTS

❑ **ผู้นำตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ป้ายแดง** SCAP เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ป้ายแดงด้วยส่วนแบ่งทางการตลาดที่มากกว่า 20% และมีศักยภาพในการดำเนินงานที่ดี หนุนโดย 1) มีจำนวนนายหน้าที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญ ที่สูง และสามารถประจำที่ร้าน dealer ทั่วประเทศได้มากกว่า 3.0 พันแห่ง ซึ่งทำให้มั่นใจได้ว่าบริษัทจะเข้าถึงลูกค้า และสามารถคัดกรองลูกหนี้ที่มีประสิทธิภาพได้ และ 2) มี synergy ภายใต้กลุ่ม SAWAD ทั้ง i. การติดตามหนี้ผ่านสาขาของ SAWAD ที่สูงถึง 5.4 พันสาขา และ ii. มีฐานทุนสนับสนุนที่มั่นคง ทำให้บริษัทสามารถโอนเงินจ่ายให้ dealer ได้รวดเร็ว ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ dealer จะพิจารณาการส่งมอบเคสสินเชื่อใหม่ๆ

❑ **พร้อมที่จะเปลี่ยนแปลง และลดความเสี่ยงจากการควบคุมอัตราดอกเบี้ย** บริษัทสามารถปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ต่างๆ เพื่อที่จะลดความเสี่ยงจากการควบคุมอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อเช่าซื้อ (พรบ. สินเชื่อเช่าซื้อ กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ที่ 23% จากเดิมที่อุตสาหกรรมคิดมากกว่า 30% โดยมีผลตั้งแต่ ม.ค. 23 ที่ผ่านมา) และยังคงมี ROAE ที่สูงในปี 2023E ที่ 15% ได้ ผ่าน 1) เพิ่มรายได้ Non-NII จากการ cross sale ขายผลิตภัณฑ์ประกันภัย และอุบัติเหตุ PA และ 2) ลดค่าใช้จ่าย incentive fee ที่จ่ายให้ dealer และพนักงานขายลง -60%

❑ **แนวโน้มสินเชื่อจะขยายตัวอย่างก้าวกระโดด** เราประเมินสินเชื่อปี 2023E-2024E จะขยายตัวต่อเนื่องปีละ +44%/+31% YoY จาก 1) การรับรู้การปล่อยสินเชื่อผ่าน Cathay Leasing เต็มปี ภายหลังการควบรวมใน 2Q22, 2) ยอดขายรถจักรยานยนต์ป้ายแดงปรับตัวเพิ่มขึ้น 4M23 อยู่ที่ +11% YoY สะท้อนความต้องการรถจักรยานยนต์ที่ยังสูงในช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัว รวมทั้ง 3) มีโอกาสได้ส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้น จากกลุ่ม Self-Finance Dealer ที่ไม่สามารถปรับเปลี่ยนการดำเนินงานให้คิดดอกเบี้ยที่ 23% ได้ จากเดิมมากกว่า 30% ภายหลังการควบคุม พรบ. สินเชื่อเช่าซื้อ

❑ **กำไรสุทธิปี 2023E/2024E จะขยายตัวสูง และเป็นฐานใหม่** เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 1.6 พันล้านบาท (+143% YoY) และปี 2024E ที่ 2.1 พันล้านบาท (+29% YoY) หนุนโดย 1) สินเชื่อที่เพิ่มขึ้นมากกว่า +44%/+31% YoY ต่อปี, 2) loan spread จะเพิ่มขึ้นเป็น 17.9% จากสัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อ (high yield) เพิ่มขึ้นอยู่ที่ปีละ 90-92% ของสินเชื่อรวม, 3) รายได้ Non-NII ที่จะขยายตัว +84%/+47% YoY จาก cross sale ประกันที่สูง ขณะที่ 4) cost to income จะสูงที่ 56%/54% เป็นปกติธุรกิจของสินเชื่อเช่าซื้อ และ 5) credit cost เพิ่มเป็น 1.4%/1.6% ตามสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น และ NPL ที่จะทยอยเพิ่มขึ้นเป็น 3.1%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Valuation/Catalyst/Risk

ประเมินราคาเป้าหมาย 5.80 บาท อิงวิธี GGM ได้ 2023E PBV ที่ 3.6x เทียบเท่า +1.75 SD above 5-yr average PBV เราประเมินว่า SCAP ควรที่จะเทรดพรีเมียมมากขึ้นจากอดีต จากสินเชื่อที่จะกลับมาขยายตัวในระดับสูงต่อเนื่องจากที่หดตัวในช่วงปี 2020-2021 และควรเทรดพรีเมียมมากกว่ากลุ่มผู้ประกอบการสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ (NCAP, S11 และ TK) จากฐานสินเชื่อที่ใหญ่ และจำนวนดีลเลอร์ที่สูงกว่า ทั้งนี้ยังประเมินว่าผลการดำเนินงานจะเริ่มเข้าสู่ฐานใหม่จากปรับเปลี่ยนธุรกิจเข้าสู่สินเชื่อเช่าซื้อ โดยคิดเป็นอัตราการขยายตัวที่ 2023E-25E EPS CAGR ที่ +30%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

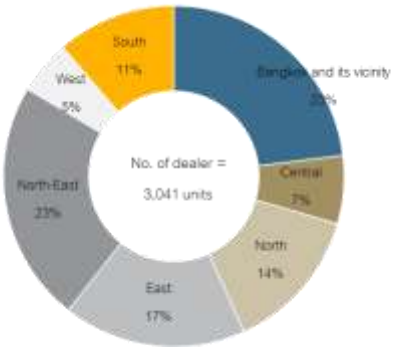
KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

❑ ผู้นำตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์

SCAP เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ป้ายแดงด้วยส่วนแบ่งทางการตลาดที่มากกว่า 20% หนุนโดย 1) จำนวนนายหน้าที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญในการแนะนำสินเชื่อให้กับลูกค้า รวมทั้ง 2) ได้กระจายนายหน้าให้ประจำสถานที่ขายรถจักรยานยนต์ และ dealer ทั่วประเทศมากกว่า 3.0 พันแห่ง ภายใต้บริษัท S Leasing และ Cathay Leasing ซึ่งทำให้มั่นใจได้ว่าบริษัทจะเข้าถึงลูกค้า และสามารถคัดกรองลูกหนี้ที่มีประสิทธิภาพ และความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ที่ดีให้กับบริษัทได้

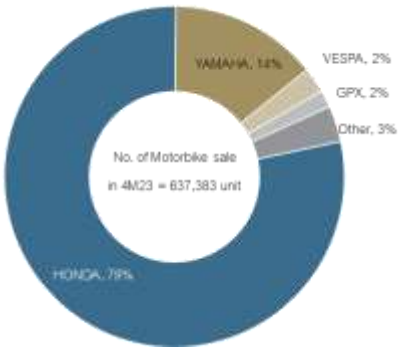
นอกจากนี้บริษัทยังมีความได้เปรียบจากการเป็นหนึ่งในกลุ่ม SAWAD ที่จะช่วยหนุนให้เกิด synergy ในด้านต่างๆ ได้แก่ 1) การติดตามหนี้ผ่านสาขาของ SAWAD ที่สูงถึง 5.4 พันสาขา ทำให้บริษัทสามารถเข้าถึง, ติดตามหนี้, ยึดรถ และบริหารจัดการรถยึดได้ จาก economy of scale ดีกว่าผู้ประกอบการรายอื่นที่มีสาขาน้อย และต้องอาศัยการโทรติดตามทวงถามหนี้เป็นหลัก, 2) การใช้ และพัฒนาระบบ IT ต่างๆ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน เช่น credit scoring และการใช้ระบบ back office อื่นๆ รวมทั้ง 3) มีฐานทุนที่มั่นคง และได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม SAWAD ทำให้บริษัทสามารถบริหารจัดการและโอนเงินจ่ายให้ dealer ได้ทันท่วงที ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ dealer จะส่งมอบเคสสินเชื่อใหม่ๆให้บริษัทอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ

Fig 1: Dealer network classified by area



Source: Company

Fig 2: New motorbike registration mainly from Honda & Yamaha (Cathay & S Leasing dealer)



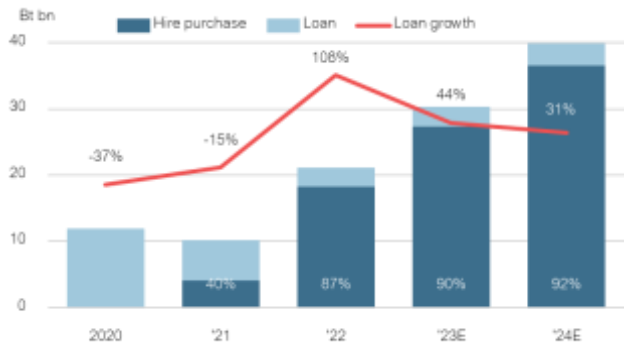
Source: Department of Transport

❑ แนวโน้มสินเชื่อจะขยายตัวอย่างก้าวกระโดด

เราประเมินสินเชื่อบริษัทปี 2023E-2024E จะขยายตัวต่อเนื่องปีละ +44%/+31% YoY จาก 1) การรับรู้การปล่อยสินเชื่อผ่าน Cathay Leasing เต็มปี, 2) ยอดขายรถจักรยานยนต์ป้ายแดงปรับตัวเพิ่มขึ้น 4M23 อยู่ที่ +11% YoY รวมทั้ง 3) ได้ผลบวกจากการควบคุม พรบ. สินเชื่อเช่าซื้อของ สคบ. ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 10 ม.ค. 2023 ที่ได้กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ที่ 23% จากเดิมที่อุตสาหกรรมคิดมากกว่า 30% ทำให้ผู้ประกอบการที่ไม่สามารถปรับเปลี่ยนรูปแบบการดำเนินงานได้จะทยอยเลิกกิจการ โดยเฉพาะกลุ่ม Self-Finance Dealer หนุนให้บริษัทสามารถเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดได้ ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปี 2023 ที่ผ่านมา บริษัทได้ปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ต่างๆ ได้แก่ i. cross sale ผ่านการขายผลิตภัณฑ์ประกันภัย และอุบัติเหตุ PA และ ii. ลดค่าใช้จ่าย incentive fee ที่จ่ายให้ dealer และพนักงานขายลง -60%

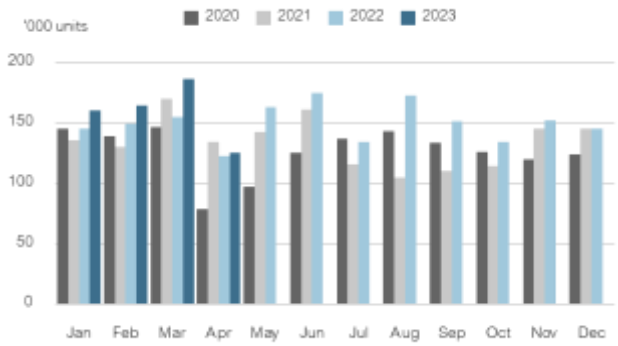
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 3: Loan classification and loan growth



Source: Company, DAOL

Fig 4: New motorbike registration



Source: Department of Transport

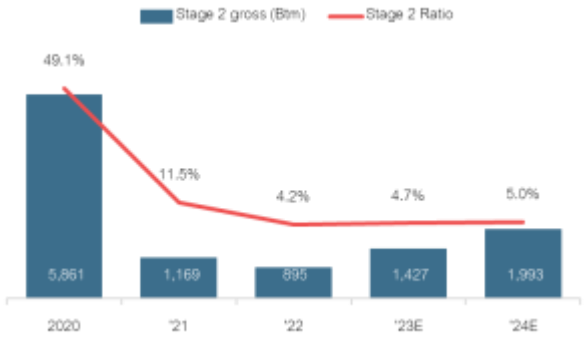
❑ คุณภาพสินเชื่อจะกลับมาสู่ระดับต่ำ และใกล้เคียงกับกลุ่ม SAWAD ที่ 3%

ด้าน NPL ปี 2023E/2024E คาดจะยังอยู่ในระดับต่ำที่ 3.1% โดยไม่มีลูกหนี้กลุ่มเปราะบาง หรือที่ให้ความช่วยเหลือช่วง COVID ที่สูง เนื่องจากบริษัทได้ชะลอการปล่อยสินเชื่อช่วงปี 2020-2021 อย่างไรก็ตามเราประเมินว่า NPL ในระยะยาวจะทยอยเพิ่มขึ้น และอยู่ในกรอบที่กลุ่ม SAWAD สามารถบริหารจัดการได้ที่ 3-4% โดยเป็นผลของยอดปล่อยสินเชื่อใหม่ที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอกว่าปีก่อนที่ฐานต่ำ

Fig 5: NPL gross and ratio

Source: Company, DAOL

Fig 6: Loan stage 2 gross and ratio



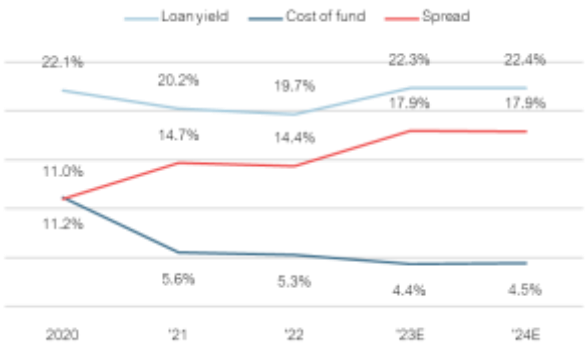
Source: Company, DAOL

❑ กำไรสุทธิปี 2023E/2024E จะขยายตัวสูง และเป็นฐานใหม่

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E จะเป็นฐานใหม่ของธุรกิจอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท (+143% YoY) และต่อเนื่องปี 2024E ที่ 2.1 พันล้านบาท (+29% YoY) จาก 1) สินเชื่อที่เพิ่มขึ้นมากกว่า +44%/+31% YoY ต่อปี, 2) loan spread จะเพิ่มขึ้นเป็น 17.9% หนุนโดย i. loan yield ที่สูงขึ้นที่ 22% จากสัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อ (high yield) เพิ่มขึ้น รวมทั้ง ii. ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงเป็น 4.4% จากปีก่อนที่ 5.3% เนื่องจากบริษัทไม่ได้ประกอบธุรกิจเงินทุนภายหลังการคืนใบอนุญาตปลายปี 2022 รวมทั้งประเมินว่าบริษัทจะระดมทุนออกจำหน่ายหุ้นกู้ทดแทนการกู้ยืมจากบริษัทแม่ ซึ่งคาดว่าต้นทุนทางการเงินหุ้นกู้จะอยู่ที่ 4.4% ใกล้เคียงกับหุ้นกู้ที่ SAWAD ออกจำหน่ายในช่วงเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา จาก Rating BBB+ ที่เท่ากัน และ 3) รายได้ Non-NII ที่จะขยายตัว +84%/+47% YoY จาก cross sale ประกันที่สูง ขณะที่ 4) cost to income จะสูงที่ 56%/54% เป็นปกติธุรกิจของสินเชื่อเช่าซื้อ และ 5) credit cost เพิ่มเป็น 1.4%/1.6% ตามสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นสูง

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 7: Loan yield, cost of fund and spread

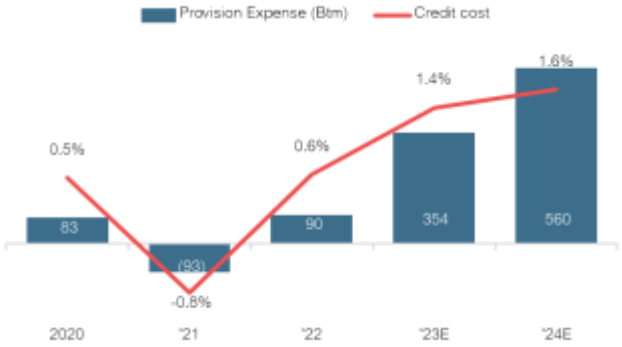


Source: Company, DAOL

Fig 8: Operation expense and cost to income

Source: Company, DAOL

Fig 9: Provision expense and credit cost



Source: Company, DAOL

Fig 10: Net profit and growth

Source: Company, DAOL

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 5.80 บาท

เราเริ่มต้นให้คำแนะนำหุ้น SCAP “ซื้อ” ประเมินราคาเหมาะสม 5.80 บาท อิงวิธี GGM ได้ 2023E PBV ที่ 3.6x เทียบเท่า +1.75 SD above 5-yr average PBV เราประเมินว่า SCAP ควรที่จะเทรดพรีเมียมมากขึ้นจากอดีต จากสินเชื่อที่จะกลับมาขยายตัวในระดับสูงต่อเนื่องจากที่หดตัวในช่วงปี 2020-2021 และควรเทรดพรีเมียมมากกว่ากลุ่มผู้ประกอบการสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ (NCAP, S11 และ TK) จากฐานสินเชื่อที่ใหญ่, จำนวนดีลเลอร์ที่สูง และ NPL ที่ต่ำกว่า ทั้งนี้เราประเมินว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะเข้าสู่ฐานใหม่จากปรับเปลี่ยนธุรกิจเข้าสู่สินเชื่อเช่าซื้อ และสินเชื่อส่วนบุคคล หรือคิดเป็นอัตราการขยายตัวที่ 2023E-25E EPS CAGR ที่ +30% โดยมี key catalysts จาก 1) สินเชื่อเช่าซื้อที่จะขยายตัวโดดเด่นและมีโอกาสที่จะเพิ่มขึ้นตามยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศที่จะสูงขึ้นในช่วงเศรษฐกิจเติบโตดี, 2) NPL ที่อยู่ในระดับต่ำ และ 3) มี 2023E D/E ที่ 2.2x ต่ำ ซึ่งจะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการจัดหาเงินทุนเพื่อขยายธุรกิจในอนาคตได้

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 11: SCAP Valuation based on GGM

Gordon Growth Model	2023E
Risk free	3%
Market return	9%
Beta (x)	1.324
Cost of equity	11%
Long term growth	7%
Sustainable ROE	21%
Target PBV multiplier (x)	3.6
2023E BVPS	1.62
Target Price	5.80

Source: DAOL

Fig 12: Peer comparison

	Price (Bt)	EPS		BVPS		PER		PBV		ROAE		Gross loan		NPL ratio		LLR/loan		Loan yield		No. Dealer
	8-Jun-23	2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E	2022	1Q23	2022	1Q23	2022	1Q23	2022	1Q23	
SCAP	5.10	0.10	0.25	1.68	1.62	50.2	20.7	3.0	3.1	6.4%	14.9%	21,074	26,522	1.9%	2.3%	1.2%	1.2%	19.7%	21.5%	3,041
NCAP	5.25	0.14	0.14	3.13	3.20	37.5	37.5	1.7	1.6	5.3%	4.3%	7,972	7,923	2.8%	2.2%	6.8%	4.9%	22.0%	18.9%	817
S11	5.05	0.58		5.34		8.7		0.9		11.1%		6,546	6,884	5.2%	4.6%	13.3%	12.8%	23.6%	20.2%	116
TK	7.30	0.73		11.48		10.0		0.6		6.5%		4,462	4,265	6.9%	7.0%	7.6%	7.4%	33.8%	29.1%	380

Source: Company, DAOL

Fig 13: PBV Band

Source: Setsmart

Fig 14: PER Band

Source: Setsmart

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

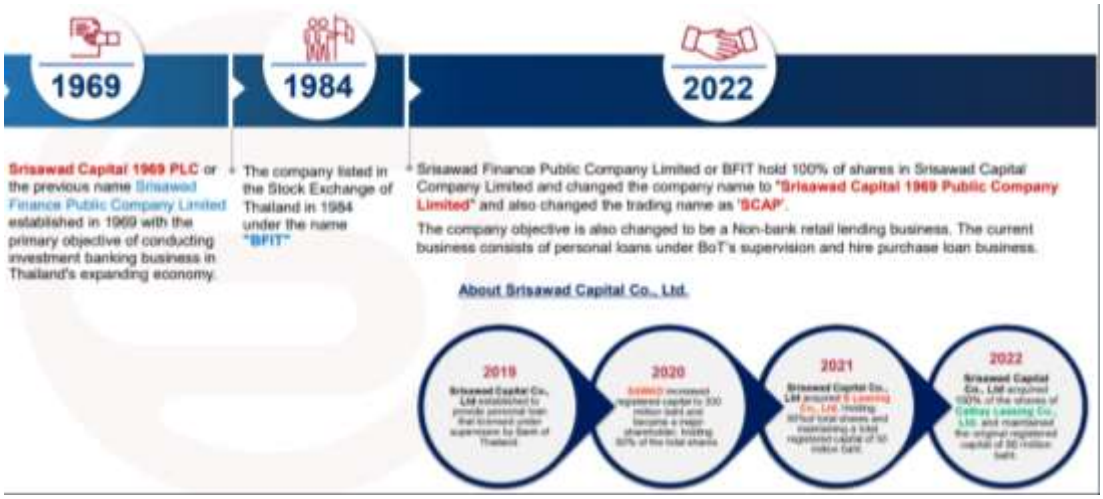
COMPANY PROFILE

บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) หรือ SCAP เป็นผู้ให้บริการสินเชื่อรายย่อยของกลุ่ม SAWAD โดยเมื่อวันที่ 23 มิ.ย. 2022 ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2022 ได้มีมติให้คืนใบอนุญาตประกอบธุรกิจเงินทุนพร้อมทั้งเปลี่ยนชื่อ , วัตถุประสงค์ และข้อบังคับ และดำเนินงานซื้อหุ้นสามัญของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล จำกัด (BFIT) รวมทั้งให้ทำรายการรับโอนกิจการทั้งหมดของ BFIT ทั้งนี้บริษัทได้ดำเนินการคืนใบอณุญาตประกอบเงินทุนแล้วเสร็จเมื่อวันที่ 9 ก.ย. 2022 พร้อมเปลี่ยนนโยบายการประกอบธุรกิจจากเดิมธุรกิจเงินทุนเป็นธุรกิจสินเชื่อรายย่อย และสินเชื่อเช่าซื้อ ซึ่งปัจจุบันบริษัทจะปล่อยสินเชื่อรายย่อยที่แตกต่างจากธุรกิจ SAWAD อย่างเบ็ดเสร็จ ดังนี้

1) สินเชื่อส่วนบุคคล: บริษัทมุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าระดับกลาง ถึงระดับบนที่มีรายได้ประจำสม่ำเสมอตั้งแต่ 50,000 บาทต่อเดือนขึ้นไป โดยคิดอัตราดอกเบี้ยที่ 20-25% และมีอายุสัญญาเงินกู้สูงสุด 60 เดือน
2) สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่: บริษัทให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ป้ายแดงเป็นหลัก ผ่านตัวแทนจำหน่ายรถจักรยานยนต์ทั่วประเทศ ซึ่งดำเนินงานผ่านบริษัทย่อย (S Leasing และ Cathay Leasing) โดยอัตราดอกเบี้ยที่คิดจะแตกต่างตามขนาดของรถจักรยานยนต์ และระยะเวลาของสัญญาที่มีตั้งแต่ 12-60 เดือน แต่จะไม่เกินเพดานอัตราดอกเบี้ยที่ สคบ. ควบคุมที่ 23%

ด้านผู้บริหารอย่างคุณวิชิต พหุหนาวีชัย (CEO) เป็นบุคคลที่มีความรู้ความสามารถที่จะนำพาให้บริษัทประสบความสำเร็จในอุตสาหกรรม และสามารถครองส่วนแบ่งทางการตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ป้ายแดงที่มากกว่า 20% ได้ จากประสบการณ์การทำงานในบริษัทต่างๆ โดยเฉพาะบริษัท Summit Capital Leasing และสายงาน Secured lending ของธนาคารกรุงศรีอยุธยาที่ถือเป็นเจ้าตลาดในอุตสาหกรรมรถจักรยานยนต์ป้ายแดง

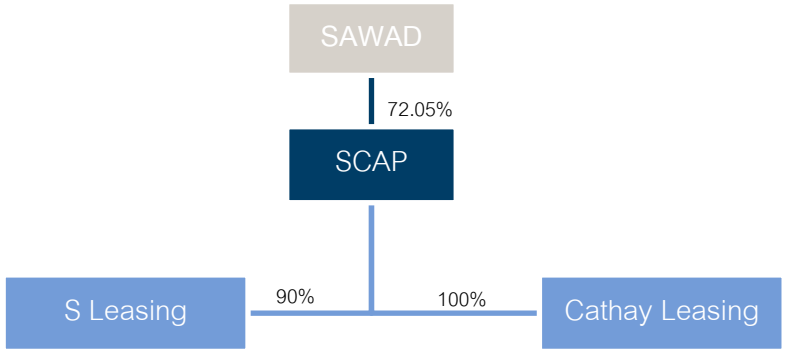
Fig 15: Company's history



Source: Company

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 16: Company's structure



Source: Company

Fig 17: Products and services classification in SAWAD group

Source: Company

Fig 18: SCAP's products and services

Source: Company

Fig 19: SCAP CEO

Source: Company

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Interest Income	563	693	792	1,026	1,281
Interest Expense	(65)	(100)	(130)	(101)	(131)
Net Interest Income	498	593	663	925	1,150
Fee and service income	0	0	0	0	0
Other Income	107	161	231	207	271
Total operating income	605	753	894	1,132	1,421
Operating Expense	(309)	(396)	(520)	(700)	(800)
PPOP	296	358	374	433	621
Provision expense	(15)	(16)	43	(102)	(122)
Profit before tax	281	342	416	331	498
Norm profit	93	84	199	284	373
Net profit	93	84	199	284	373
EPS	0.17	0.15	0.15	0.22	0.29
Cost to Income Ratio (%)	51.1%	52.5%	58.2%	61.8%	56.3%
NPLs (%)	12.71%	15.00%	1.76%	1.85%	2.33%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash and cash	443	615	494	684	886
Investments	177	1,730	64	64	64
Loan to customers, net	13,336	9,837	20,819	29,849	39,020
Other current asset	7,001	7,599	3,233	3,609	4,425
Premises and equipment,	536	413	404	436	463
Other asset	13	40	27	27	27
Total Asset	**21,506**	**20,234**	**25,042**	**34,671**	**44,886**
Borrowing	1,598	5,177	9,262	12,993	17,721
Debenture	0	0	0	2,000	2,000
Loans	355	208	197	197	197
Other current liabilities	9,620	4,487	4,381	8,142	11,117
Other liabilities	47	23	170	170	170
Total Liabilities	**11,619**	**9,896**	**14,010**	**23,501**	**31,205**
Paid-up capital	2,756	2,756	6,506	6,506	6,506
Share Premium	4,300	4,300	18,550	18,550	18,550
Reserve	242	276	295	376	479
Retained earnings	2,298	2,412	2,610	2,133	3,565
Others	1	0	(17,030)	(17,030)	(17,030)
Non-controlling Interests	290	595	101	636	1,612
Shareholders' Equity	**9,887**	**10,338**	**11,033**	**11,170**	**13,682**

Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Interest Income	3,422	2,236	3,073	5,745	7,858
Interest Expense	(221)	(204)	(395)	(541)	(784)
Net Interest Income	**3,201**	**2,031**	**2,679**	**5,203**	**7,074**
Fee and Service income	0	0	0	0	0
Other income	394	389	706	1,299	1,912
Equity income	0	0	0	0	0
Total operating income	**3,595**	**2,420**	**3,384**	**6,502**	**8,986**
Operating Expense	(1,554)	(1,006)	(1,924)	(3,631)	(4,839)
PPOP	**2,041**	**1,414**	**1,461**	**2,871**	**4,147**
Provision expense	(83)	93	(90)	(354)	(560)
Profit before tax	**1,959**	**1,507**	**1,371**	**2,517**	**3,588**
Income Tax	(391)	(303)	(234)	(377)	(538)
Net profit before MI	**1,567**	**1,205**	**1,137**	**2,139**	**3,050**
Non-controlling Interests	0	(291)	(476)	(535)	(976)
Normalized profit	**1,567**	**913**	**661**	**1,604**	**2,074**
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	**1,567**	**913**	**661**	**1,604**	**2,074**

Forward PBV band

Loan and accrued interest classified

FY: Dec	2020	2021	2022	2023E	2024E
Stage 1	43.7%	81.2%	93.9%	92.2%	91.9%
Stage 2	49.1%	11.5%	4.2%	4.7%	5.0%
Stage 3	7.2%	7.3%	1.9%	3.1%	3.1%

Key ratios

FY: Dec	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth					
Loans to customers	-37.2%	-15.0%	107.6%	44.2%	31.3%
Net interest income	21.5%	-36.5%	31.9%	94.2%	35.9%
Non-NII	27.2%	-1.2%	81.5%	84.0%	47.2%
Total operating income	22.1%	-32.7%	39.8%	92.1%	38.2%
PPOP	85.0%	-30.7%	3.3%	96.6%	44.5%
Provision Expense	-5.2%	n.m	n.m	294.2%	58.0%
Core profit	93.3%	-41.7%	-27.7%	142.9%	29.3%
Net profit	93.3%	-41.7%	-27.7%	142.9%	29.3%
Performance					
Average Yield on earning	22.1%	20.2%	19.7%	22.3%	22.4%
Average Cost of fund	11.2%	5.6%	5.3%	4.4%	4.5%
Net interest margin (NIM)	20.7%	18.4%	17.2%	20.2%	20.1%
Cost to income (CI)	43.2%	41.6%	56.8%	55.8%	53.8%
Credit cost (CC)	0.5%	-0.8%	0.6%	1.4%	1.6%
Return on avg assets	7.4%	4.4%	2.9%	5.4%	5.2%
Return on avg earnings	16.6%	9.4%	6.4%	14.9%	18.3%
Stability					
Gross NPL ratio	7.2%	7.3%	1.9%	3.1%	3.1%
Coverage ratio	52.8%	42.4%	65.2%	56.5%	71.4%
Debt/E Ratio	1.2	1.0	1.3	2.2	2.6
Per Share (Bt)					
Reported EPS	0.57	0.33	0.10	0.25	0.32
Core EPS	0.57	0.33	0.10	0.25	0.32
Book value	3.48	3.54	1.68	1.62	1.86
Dividend	1.40	0.82	1.60	0.10	0.13
Valuation (x)					
PER	9.1	15.7	51.2	21.1	16.3
Core PER	9.1	15.7	51.2	21.1	16.3
P/BV	1.5	1.5	3.1	3.2	2.8
Dividend yield	26.9%	15.8%	30.8%	1.9%	2.5%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ถือ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ขาย"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

BUY	The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
HOLD	The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
SELL	The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไหร่
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมิได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้นำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.