

13 February 2023

Sector: Energy

Thai Oil

กำไร 4Q22 ใกล้เคียงคาด; 1Q23E Market GRM มีแนวโน้มแกร่ง

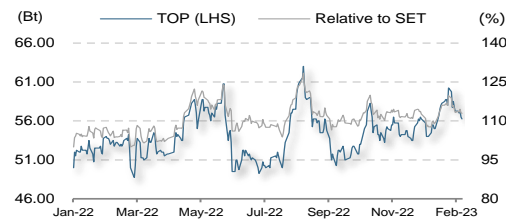
Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt56.25
Target price	Bt65.00 (previously Bt64.00)
Upside/Downside	+16%
EPS revision	2023E: +7%; 2024E: New

Bloomberg target price	Bt64.40
Bloomberg consensus	Buy 18/ Hold 5 / Sell 2

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt63.25 / Bt47.25
Market cap. (Bt mn)	125,653
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	756
Free float	52%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	345,496	529,589	485,511	441,204
EBITDA	28,141	37,186	31,231	31,129
Net profit	12,578	32,668	15,661	16,064
EPS (Bt)	6.17	14.63	7.02	7.20
Growth	481.0%	137.3%	-52.1%	2.6%
Core EPS (Bt)	9.60	16.06	7.34	7.29
Growth	282.8%	67.4%	-54.3%	-0.6%
DPS (Bt)	2.60	3.70	2.25	2.50
Div. yield	4.6%	6.6%	4.0%	4.4%
PER (x)	9.1	3.8	8.0	7.8
Core PER (x)	5.9	3.5	7.7	7.7
EV/EBITDA (x)	10.6	7.8	9.1	8.4
PBV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7

Bloomberg consensus				
Net profit	12,578	32,668	13,925	13,149
EPS (Bt)	6.17	14.63	6.24	5.89



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	1.4%	3.2%	7.7%	5.1%
Relative to SET	2.9%	0.4%	4.7%	7.4%

Major shareholders	Holding
1. PTT PCL	48.03%
2. Thai NVDR Co., Ltd.	13.12%
3. State Street Europe Ltd.	3.48%

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 65.00 บาท (เดิม 64.00 บาท) ถึง 2023E PBV ที่ 0.87x (ประมาณ -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 4Q22 ที่ 147 ล้านบาท (-97% YoY, +1,154% QoQ) ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 264 ล้านบาท โดยกำไรลดลง YoY หลักจากผลขาดทุนสต็อกน้ำมัน (stock loss) ในขณะที่ฟื้นตัว QoQ ตามค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่ดีขึ้น crude premium ที่ลดลงและการฟื้นตัวของ crack spread ของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป middle distillates ทั้งนี้ เราคาดว่า market GRM จะฟื้นตัวต่อใน 1Q23E จากระดับ crude premium ที่ต่ำอยู่และ gasoline crack ที่ดีขึ้น ทั้งนี้บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการ 2H22 ที่ 1.7 บาทต่อหุ้น โดยจะจ่ายจากกำไรสะสม โดยขึ้น XD วันที่ 23 ก.พ.2023

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิ 2023E ขึ้น 7% เป็น 1.57 หมื่นล้านบาท หลักๆจาก 1) market GRM ที่สูงขึ้นจาก gasoline crack ที่ดีขึ้นและ crude premium ที่ลดลง และ 2) stock loss ที่ลดลง ทั้งนี้ เราประเมินว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิที่ 1.61 หมื่นล้านบาท (+3% YoY) ในปี 2024E ซึ่งเป็นผลจาก stock loss ที่ลดลง

ราคาหุ้น outperform SET +5% ใน 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับ gasoline cracks ที่ฟื้นตัว ทั้งนี้ ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่น่าสนใจที่ 2023E PBV 0.75x (ประมาณ -1.30SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้เราคาดว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการฟื้นตัวที่ต่อเนื่องของ market GRM ใน 1Q23E จาก crude premium ที่ต่ำลงและ gasoline cracks ที่สูงขึ้น อีกทั้งมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะรับรู้ stock gain ใน 1Q23E หากแนวโน้มราคาน้ำมันดิบยังคงฟื้นตัว QoQ

Event: 4Q22 earnings review

กำไร 4Q22 ใกล้เคียงคาด บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 4Q22 ที่ 147 ล้านบาท (-97% YoY, +1,154% QoQ) ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 264 ล้านบาท โดยมีรายการดำเนินงานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจโรงกลั่นรายงานอัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery run rate) ที่ 103% ใกล้เคียง 104% ใน 3Q22 แม้มีแผนปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น CDU-2 (จำนวน 26 วัน) ขณะที่ market GRM เข้ามาที่ USD9.3/bbl (+72% YoY, +39% QoQ) 2) ธุรกิจอะโรมาติกส์ (Aromatics) รายงานอัตราการใช้กำลังการผลิต (BTX run rate) ที่ 67% ลดลงจาก 70% ใน 3Q22 ตาม PX spread ที่ดีขึ้น โดยบริษัทรายงาน product-to-feed (P2F) margin ที่ USD45/ton (+137% YoY, +543% QoQ) 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (lube base oil) มี run rate ที่ 43% ลดลงจาก 86% ใน 3Q22 ตามแผนปิดซ่อมบำรุง ในขณะที่ P2F margin อยู่ที่ USD184/ton (+56% YoY, -12% QoQ) และ 4) รายการอื่นๆ บริษัทรายงาน stock loss (net of NRV) ที่ 7.1 พันล้านบาท เทียบกับกำไร 3.3 พันล้านบาทใน 4Q21 และขาดทุน 9.0 พันล้านบาทใน 3Q22 นอกจากนี้ TOP รายงาน FX gain ที่ 2.7 พันล้านบาท เทียบกับขาดทุน 1.7 พันล้านบาทใน 3Q22 แต่มีผลขาดทุนจากเครื่องมือทางการเงิน (hedging loss) ที่ 878 ล้านบาทเทียบกับกำไร 4.9 พันล้านบาทใน 3Q22

Market GRM มีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง QoQ ใน 1Q23E เราเชื่อว่า market GRM ของ TOP จะปรับตัวสูงขึ้นต่อใน 1Q23E โดยได้แรงหนุนจาก Gasoline crack ที่ปรับตัวดีขึ้นเป็น USD18.5/bbl ใน 1Q23QTD เทียบกับ USD9.4/bbl ใน 4Q22 โดยได้แรงหนุนจากจำนวนเที่ยวการเดินทางที่สูงขึ้นของจีนในช่วงเทศกาลตรุษจีน ในขณะที่ diesel crack ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ USD31.4/bbl นอกจากนี้บริษัทน่าจะยังได้ประโยชน์จาก crude premium ที่อยู่ในระดับต่ำ โดย Murban premium และ Arab Extra Light premium 1Q23 ได้ปรับตัวลงเป็น USD5.0/bbl และ USD4.1/bbl จาก USD7.0/bbl และ USD6.4/bbl ใน 4Q22 อีกทั้งค่าระวาง (freight rate) ก็ยังอยู่ในแนวโน้มขาลง

Implication

ปรับประมาณการกำไร 2023E ขึ้น 7% เป็น 1.57 หมื่นล้านบาท หลักๆจาก 1) market GRM ที่สูงขึ้นจาก gasoline crack ที่ดีขึ้นและ crude premium ที่ลดลง และ 2) stock loss ที่ลดลง ทั้งนี้ เราประเมินว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิที่ 1.61 หมื่นล้านบาท (+3% YoY) ในปี 2024E ซึ่งเป็นผลจาก stock loss ที่ลดลง

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

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2023E ที่ 65.00 บาท (เดิม 64.00 บาท) จึง PBV เป้าหมายที่ 0.87x (ประมาณ -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้เราคาดว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการฟื้นตัวที่ต่อเนื่องของ market GRM ใน 1Q23E จาก crude premium ที่ต่ำลงและ gasoline cracks ที่สูงขึ้น อีกทั้ง มีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะรับรู้ stock gain ใน 1Q23E หากแนวโน้มราคาน้ำมันดิบยังคงฟื้นตัว QoQ

Fig 1: 4Q22 earnings review

FY: Dec (Bt mn)	4Q22	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	2022	2021	YoY
Revenue	125,426	108,338	15.8%	127,901	-1.9%	529,589	345,496	53.3%
COGS	(124,546)	(101,368)	-22.9%	(129,276)	3.7%	(481,137)	(319,555)	-50.6%
Gross profit	880	6,970	-87.4%	(1,375)	164.0%	48,452	25,941	86.8%
SG&A	(1,691)	(1,112)	-52.1%	(908)	-86.2%	(4,182)	(3,056)	-36.8%
EBITDA	2,398	6,082	-60.6%	(568)	522.2%	37,186	28,141	32.1%
Other inc./exps	265	78	240.1%	260	1.9%	782	1,129	-30.7%
Interest expenses	(994)	(958)	-3.8%	(940)	-5.8%	(3,860)	(3,595)	-7.4%
Income tax	108	(1,075)	n.m.	156	-30.8%	(4,464)	(2,034)	-119.5%
Core profit	(1,628)	4,006	-140.6%	(3,148)	48.3%	35,858	19,579	83.1%
Net profit	147	5,033	-97.1%	12	1,154.0	32,668	12,578	159.7%
EPS (Bt)	0.07	2.47	-97.3%	0.01	1,154.0	14.63	6.17	137.3%
Gross margin	0.7%	6.4%		-1.1%		9.1%	3.1%	
EBITDA margin	1.9%	5.6%		-0.4%		7.0%	8.1%	
Net margin	0.1%	4.6%		0.0%		6.2%	1.7%	

Fig 2: Earnings revision

	Unit	-----2023E-----		Change (%)	-----2024E-----
		New (THB m)	Old (THB m)		New (THB m)
Revenue	Bt mn	485,511	495,527	(2)	441,204
Consolidated EBITDA		31,231	34,041	(8)	31,129
Net profit		15,661	14,680	7	16,064
Key assumptions					
Refining utilization	%	103.0	103.0	-	103.0
Market GRM	USD/bbl	6.3	5.9	6	6.0
Accounting GRM		4.3	3.4	27	4.7
Stock g/l	Bt mn	(7,169)	(9,176)	(22)	(4,588)
Aromatics utilization	%	74.0	76.0	(3)	76.0
Aromatics P2F	USD/ton	4.0	1.5	167	3.0
Lube utilization	%	87.0	87.0	-	87.0
Lube P2F	USD/ton	18.0	20.0	(10)	17.0
Market GIM	USD/bbl	9.3	8.8	6	8.8
Accounting GIM		7.4	6.3	18	7.6
Equity income		(185)	(363)	(49)	(106)

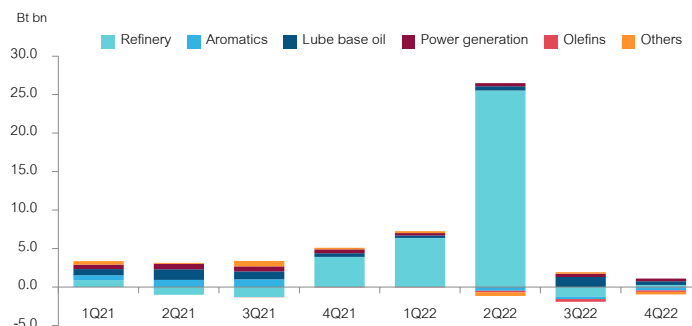
Source: DAOL

Fig 3: Quarterly market/accounting GRM forecast



Source: Company, DAOL

Fig 4: Quarterly net profits breakdown



Source: Company, DAOL

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. DAOLSEC 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. **3**

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (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's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

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

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

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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. **6**