

15 May 2023

Sector: Technology

I&I Group

1Q23 พลิกขาดทุน GPM ยังคงถูกกดดันจากต้นทุนพนักงาน

Bloomberg ticker	IIG TB
Recommendation	Under review (previously BUY)
Current price	Bt26.00
Target price	Under review (previously Bt 40.00)
Upside/Downside	-
EPS revision	Under review

Bloomberg target price	Bt38.57
Bloomberg consensus	Buy 3 / Hold 3 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt60.00 / Bt12.60
Market cap. (Bt mn)	2,881
Shares outstanding (mn)	100
Avg. daily turnover (Bt mn)	20
Free float	31%
CG rating	n.a.
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	684	948	1,503	1,832
EBITDA	105	115	176	242
Net profit	79	84	108	165
EPS (Bt)	0.79	0.84	0.95	1.46
Growth	7.4%	5.1%	13.2%	53.9%
Core EPS (Bt)	0.79	0.87	0.95	1.46
Growth	7.2%	9.0%	9.3%	53.9%
DPS (Bt)	0.15	0.40	0.47	0.73
Div. yield	0.5%	1.2%	1.4%	2.2%
PER (x)	41.5	39.5	34.9	22.7
Core PER (x)	41.5	38.1	34.9	22.7
EV/EBITDA (x)	30.0	29.0	19.1	14.0
PBV (x)	6.0	5.5	5.7	5.1

Bloomberg consensus				
Net profit	79	84	115	161
EPS (Bt)	0.79	0.84	1.05	1.44



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-27.4%	-27.9%	-36.9%	-17.2%
Relative to SET	-25.4%	-21.7%	-32.3%	-15.7%

Major shareholders		Holding
1. Mr.Somchai Mekasuvanroj		28.52%
2. Chamchai Punjamonkol		8.34%
3. The Vinayah Insurance		6.00%

Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

เราอยู่ระหว่างทบทวนคำแนะนำและราคาเป้าหมายใหม่ (เดิมแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 40.00 บาท ถึง DCF) อยู่ระหว่างสอบถามข้อมูลเพิ่มเติมจากผลกระทบ GPM ที่เกิดขึ้นใน 1Q23 รวมถึงแนวทางการแก้ไขเนื่องจากกระทบ outlook อย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทประกาศผลประกอบการ 1Q23 ขาดทุนสุทธิ -33 ล้านบาท (พลิกจากกำไร YoY และ QoQ) (ไม่มี consensus) โดยพลิกขาดทุนจาก GPM ที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญมาสู่ระดับ 4% (-22ppt YoY, -14ppt QoQ) จากต้นทุนแรงงานที่เพิ่มขึ้น และ SG&A ที่เพิ่มขึ้น +86% YoY, +78% QoQ (ส่วนหนึ่งจากค่าใช้จ่ายในการควบคุมมิกิจการ) หักล้างรายได้รวมที่ยังคงเติบโต +13% YoY, ทรงตัว QoQ มาที่ 248 ล้านบาท หนุนโดยรายได้จากการควบรวมกิจการ Lansing

ราคาหุ้น underperform SET รวบรวม -32% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาจากแนวโน้มผลประกอบการที่ลดลงทุกไตรมาสในปี 2022 จนถึง 1Q23 ซึ่งพลิกขาดทุน แนวโน้มการ perform ของหุ้นในอนาคตขึ้นอยู่กับ GPM จะสามารถกลับมาขยายตัวได้มากและเร็วเพียงใด ซึ่งเราอยู่ระหว่างสอบถามข้อมูลเพิ่มเติมจากทางบริษัทเพื่อประเมินสถานการณ์และ outlook ว่ายังน่าสนใจหรือไม่

Event: 1Q23 results review

❑ พลิกขาดทุนใน 1Q23 จากต้นทุนพนักงานกดดัน GPM บริษัทประกาศผลประกอบการ 1Q23 ขาดทุนสุทธิ -33 ล้านบาท (จากกำไร 27 ล้านบาท 1Q22 และ กำไร 14 ล้านบาท 4Q22) (ไม่มี consensus) โดยพลิกขาดทุนจาก GPM ที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญมาสู่ระดับ 4% (-22ppt YoY, -14ppt QoQ) จากต้นทุนแรงงานที่เพิ่มขึ้น และ SG&A ที่เพิ่มขึ้น +86% YoY, +78% QoQ (ส่วนหนึ่งจากค่าใช้จ่ายในการควบคุมมิกิจการ) หักล้างรายได้รวมที่ยังคงเติบโต +13% YoY, ทรงตัว QoQ มาที่ 248 ล้านบาท หนุนโดยรายได้จากการควบรวมกิจการ Lansing

Implication

❑ อยู่ระหว่างทบทวนประมาณการกำไรปี 2023E ใหม่ เราอยู่ระหว่างสอบถามข้อมูลเพิ่มเติมจากบริษัทและทบทวนประมาณการกำไรสุทธิตั้งแต่ปี 2023E ใหม่ (เดิมประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 108 ล้านบาท EPS +8% YoY) ปัญหา GPM ถูกกดดันจากการ outsourcing ยังคงอยู่ และสิ่งที่เกิดขึ้นใน 1Q23 ไม่ได้อยู่ในทิศทางที่เราประเมินในปี 2023E อย่างมีนัยสำคัญ หากปัญหาถูกแก้ไขและการกลับมาขยายตัวของ GPM ทำได้เร็ว อาจทำให้ downside ต่อผลประกอบการในอนาคตมีจำกัด แต่หากยืดเยื้อมีโอกาสกระทบความน่าเชื่อถือของหุ้น

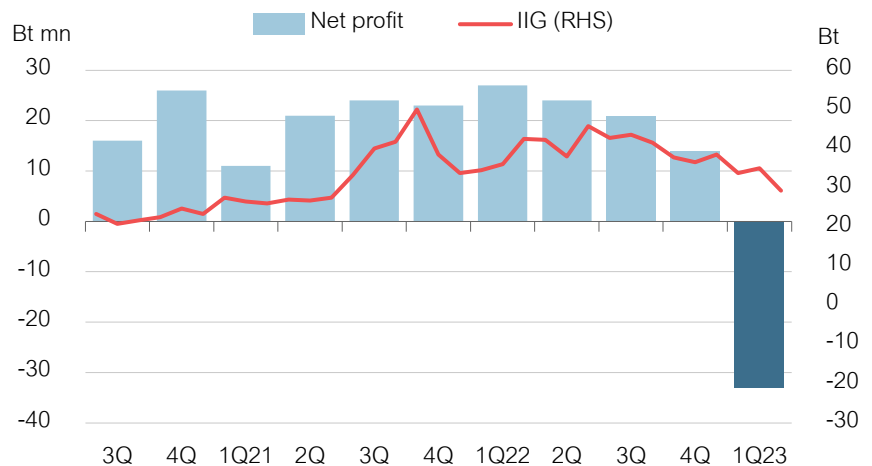
Valuation/Catalyst/Risk

อยู่ระหว่างทบทวนราคาเป้าหมายใหม่ (เดิม 40.00 บาท) ถึง DCF (Cost of equity 9.0% (debt free company), terminal growth 3.0%) ทั้งนี้ Key catalyst คือโอกาสการเกิด exponential growth ของการใช้ Cloud computing ในไทยที่ยัง laggard กว่าประเทศที่พัฒนาแล้วอีกมากจาก adoption rate ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Fig 1: 1Q23 results review

FY: Dec (Bt mn)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	2023E	2022	YoY
Revenues	248	219	13.1%	249	-0.4%	1,503	948	58.6%
CoGS	(238)	(161)	47.7%	(204)	16.7%	(1,155)	(732)	57.8%
Gross profit	10	58	-82.5%	45	-77.5%	348	216	61.3%
SG&A	(49)	(26)	85.5%	(27)	78.2%	(188)	(114)	65.2%
EBITDA	(32)	37	-186.6%	20	-259.6%	176	115	53.0%
Other inc./exps	5	4	52.5%	1	781.6%	12	8	45.0%
Interest expenses	(2)	(0)	476.6%	(1)	69.5%	(2)	(3)	-46.3%
Income tax	7	(7)	-202.9%	(3)	-326.9%	(44)	(22)	100.7%
Core profit	(33)	27	-221.5%	14	-331.8%	108	87	24.3%
Net profit	(33)	27	-221.5%	14	-331.8%	108	84	28.8%
EPS (Bt)	(0.29)	0.27	-206.8%	0.14	-303.8%	0.95	0.84	13.2%
Gross margin	4.1%	26.6%		18.2%		23.2%	22.8%	
Net margin	-13.3%	12.4%		5.7%		7.2%	8.8%	

Fig 2: IIG share prices vs profits



Source: Company

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	219	233	247	249	248
Cost of sales	(161)	(177)	(191)	(204)	(238)
Gross profit	58	57	56	45	10
SG&A	(26)	(27)	(33)	(27)	(49)
EBITDA	37	33	26	20	(32)
Finance costs	(0)	(0)	(1)	(1)	(2)
Core profit	27	24	21	14	(33)
Net profit	27	24	18	14	(33)
EPS	0.27	0.24	0.18	0.14	(0.29)
Gross margin	26.6%	24.3%	22.6%	18.2%	4.1%
EBITDA margin	16.7%	14.0%	10.5%	8.0%	-12.8%
Net profit margin	12.4%	10.4%	7.3%	5.7%	-13.3%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash & deposits	159	159	114	100	100
Accounts receivable	89	137	222	292	356
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	139	192	442	465	549
Total cur. assets	387	489	779	858	1,005
Investments	1	13	10	60	60
Fixed assets	223	261	265	265	265
Other assets	23	33	87	134	163
Total assets	634	797	1,140	1,317	1,492
Short-term loans	0	0	156	168	201
Accounts payable	39	89	173	289	347
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	85	106	163	163	163
Total cur. liabilities	124	195	491	619	711
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other LT liabilities	22	48	47	48	49
Total LT liabilities	22	48	47	48	49
Total liabilities	146	243	538	667	760
Registered capital	50	50	57	57	57
Paid-up capital	50	50	50	50	50
Share premium	385	385	385	385	385
Retained earnings	53	119	165	222	305
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	1	3	-7	-7
Shares' equity	488	554	602	649	732

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	63	79	84	108	165
Depreciation	2	4	5	4	4
Chg in working capital	(59)	(7)	(204)	26	(87)
Others	(3)	(0)	(8)	(2)	(1)
CF from operations	3	76	(124)	135	82
Capital expenditure	(5)	(10)	(7)	(4)	(4)
Others	(0)	(55)	(49)	(98)	(28)
CF from investing	(5)	(64)	(56)	(102)	(32)
Free cash flow	(2)	12	(180)	34	49
Net borrowings	0	0	156	12	33
Equity capital raised	161	0	0	0	0
Dividends paid	(33)	(15)	(40)	(54)	(83)
Others	(3)	2	15	(0)	(0)
CF from financing	125	(13)	131	(42)	(49)
Net change in cash	123	(1)	(49)	(8)	0

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales	550	684	948	1,503	1,832
Cost of sales	(391)	(493)	(732)	(1,155)	(1,387)
Gross profit	158	191	216	348	445
SG&A	(83)	(96)	(114)	(188)	(219)
EBITDA	81	105	115	176	242
Depre. & amortization	2	4	5	4	4
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	3	6	8	12	12
EBIT	78	101	111	172	238
Finance costs	(0)	(1)	(3)	(2)	(2)
Income taxes	(16)	(21)	(22)	(44)	(47)
Net profit before MI	63	79	86	127	189
Minority interest	0	0	2	19	24
Core profit	63	79	87	108	165
Extraordinary items	(0)	0	(3)	0	0
Net profit	63	79	84	108	165

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	39.2%	24.5%	38.5%	58.6%	21.9%
EBITDA	34.5%	29.9%	10.2%	53.0%	37.4%
Net profit	37.1%	27.0%	5.1%	28.8%	53.9%
Core profit	39.1%	26.7%	9.0%	24.3%	53.9%
Profitability ratio					
Gross profit margin	28.8%	27.9%	22.8%	23.2%	24.3%
EBITDA margin	14.7%	15.3%	12.2%	11.7%	13.2%
Core profit margin	11.4%	11.6%	9.1%	7.2%	9.0%
Net profit margin	11.4%	11.6%	8.8%	7.2%	9.0%
ROA	9.9%	10.0%	7.3%	8.2%	11.1%
ROE	12.8%	14.3%	13.9%	16.6%	22.6%
Stability					
D/E (x)	0.30	0.44	0.89	1.03	1.04
Net D/E (x)	(0.33)	(0.29)	0.07	0.10	0.14
Interest coverage ratio	0.00	0.01	0.03	0.01	0.01
Current ratio (x)	3.12	2.50	1.58	1.38	1.41
Quick ratio (x)	2.00	1.52	0.69	0.63	0.64
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.74	0.79	0.84	0.95	1.46
Core EPS	0.74	0.79	0.87	0.95	1.46
Book value	5.77	5.53	5.99	5.77	6.50
Dividend	0.39	0.15	0.40	0.47	0.73
Valuation (x)					
PER	56.76	41.52	39.50	34.89	22.68
Core PER	56.68	41.55	38.13	34.89	22.68
P/BV	7.28	5.96	5.51	5.72	5.08
EV/EBITDA	50.18	30.03	28.98	19.10	14.03
Dividend yield	0.9%	0.5%	1.2%	1.4%	2.2%

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. **3**

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

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 และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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'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) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด 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 ดำเนินงานอย่างไร้ประวัติ มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างไร้ประวัติ 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 โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเพื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที 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. 5