

2 March 2022

Leo Global Logistics

Sector: Services

แนวโน้ม 2022E ยังทำ new high จากค่าระวางที่อยู่ในระดับสูง และ M&A

Bloomberg ticker	LEO TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt15.00
Target price	Bt22.00 (previously Bt20.00)
Upside/Downside	+40%
EPS revision	2022E: +13%, 2023E: +14%

Bloomberg target price	Bt20.10
Bloomberg consensus	Buy 6 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt18.00 / Bt3.46
Market cap. (Bt mn)	5,024
Shares outstanding (mn)	320
Avg. daily turnover (Bt mn)	79
Free float	41%
CG rating	n.a.
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	1,126	3,365	3,996	3,904
EBITDA	78	252	325	366
Net profit	57	199	265	290
EPS (Bt)	0.18	0.62	0.83	0.91
Growth	-31.1%	249.5%	33.2%	9.4%
Core EPS (Bt)	0.18	0.62	0.83	0.91
Growth	-31.1%	249.5%	33.2%	9.4%
DPS (Bt)	0.13	0.14	0.17	0.18
Div. yield	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%
PER (x)	88.3	25.3	19.0	17.3
Core PER (x)	88.3	25.3	19.0	17.3
EV/EBITDA (x)	64.2	20.2	15.3	13.2
PBV (x)	8.0	6.4	5.1	4.1

Bloomberg consensus				
Net profit	57	174	220	238
EPS (Bt)	0.26	0.55	0.74	0.74



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	2.6%	29.8%	29.8%	153.2%
Relative to SET	0.7%	23.2%	26.1%	140.3%

Major shareholders	Holding
1. Mr. Kettiwit Sittisontornwong	22.77%
2. Mr. Somsak Srisutakul	9.17%
3. TSC Holding Company Limited	8.64%

Analyst: Amnat Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Warasiree Kengradomying

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 22.00 บาท อิง PER ที่ 27.0x (peers avg. ที่ 23.7x) เรามองเป็นบวกต่อการประชุม Analyst meeting (1 มี.ค. 21) ประเด็นสำคัญได้แก่ 1) ผู้บริหารคาดการณ์ค่าระวางมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อในช่วง high season 3Q22E และมองค่าเฉลี่ยทั้งปีจะคงระดับสูง 2) รายได้ 1Q22E QTD ยังคงทำ new high ต่อเนื่อง คงเป้ารายได้ปี 2022E เติบโต 30-35% 3) คาด volume ของขนส่งทางทะเลโต 15-20% ขณะที่ volume ของขนส่งทางอากาศโต 25-30% หลังควบรวมกับบริษัท World Air 4) ขนส่งทางรางยังอยู่ในช่วงทดลอง คาดจะเริ่มขนส่งจริงในช่วงปลาย 2Q22E 5) บริษัทอยู่ระหว่างการเจรจา M&A กับบริษัทในอินโดนีเซีย และเวียดนาม

ปรับประมาณการกำไรปี 2022E/23E ขึ้น +13%/+14% มาที่ 265 ล้านบาท (+33% YoY) และ 290 ล้านบาท (+9% YoY) ตามลำดับ โดยเรามองบวกมากขึ้นต่อค่าระวางที่คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงปี 2021 นอกจากนี้ เราได้รวมผลประโยชน์จากการควบรวมกับบริษัท World Air เข้ามา (ปี 2021 มีกำไรราว 50 ล้านบาท) และคาดว่าจะช่วยหนุนรายได้การขนส่งทางอากาศให้โตได้ +30% YoY ส่วนการขนส่งทางรางร่วมกับ China post อาจมีความล่าช้า เนื่องจาก infrastructure ของทางจีนยังไม่รองรับ ประเมินรายได้ใน 2022E ที่ 100 ล้านบาทจากการขนส่ง 1 พันตู้

ราคาหุ้น outperform +23%/+26% ใน 3 และ 6 เดือน ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” จากกำไรที่คาดว่าจะยังทำ new high ได้ต่อเนื่อง และยังมีโอกาสทำ M&A ในต่างประเทศอีก 1-2 ดิเล อย่างไรก็ดีตาม Key risk คือค่าระวางอาจปรับตัวลงได้หาก port congestion เริ่มคลี่คลาย

Event: Analyst meeting

□ แนวโน้ม 2022E ยังทำ new high จากค่าระวางที่อยู่ในระดับสูง เรามีมุมมองเป็นบวกต่อการประชุม Analyst meeting (1 มี.ค. 21) ประเด็นสำคัญได้แก่ 1) ผู้บริหารคาดการณ์ค่าระวางมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อในช่วง high season 3Q22E และมองค่าเฉลี่ยทั้งปีจะคงระดับสูง 2) รายได้ 1Q22E QTD ยังคงทำ new high ได้ต่อเนื่อง โดยบริษัทคงเป้ารายได้ปี 2022E เติบโต 30-35% แบ่งเป็น organic growth 20-25% และ inorganic growth 10-15% 3) คาด volume growth ของขนส่งทางทะเลโตได้ 15-20% ขณะที่ volume growth ของขนส่งทางอากาศโตอีก 25-30% หลังควบรวมกับบริษัท World Air ซึ่งคาดว่าจะได้ประโยชน์จากต้นทุนในการซื้อค่าระวางทางอากาศลดลง สามารถทำ cross selling สร้างรายได้เพิ่มให้กับทั้ง 2 บริษัทได้ นอกจากนี้ ยังสามารถแชร์ cost ต่างๆ และทีมงานที่ทาง LEO มีความพร้อม 4) ขนส่งทางรางยังอยู่ในช่วงทดลอง คาดจะเริ่มขนส่งจริงในช่วงปลาย 2Q22E 5) บริษัทอยู่ระหว่างการเจรจา M&A กับบริษัทในอินโดนีเซีย และเวียดนาม 6) บริษัทได้มีการออกหุ้นกู้ใหม่ convertible bond มูลค่า 255 ล้านบาท เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนหลังมียอดขายสูงขึ้น

□ ปรับประมาณการกำไรปี 2022E/23E ขึ้น +13%/+14% เราปรับประมาณการกำไรปี 2022E/23E ขึ้น +13%/+14% มาที่ 265 ล้านบาท (+33% YoY) และ 290 ล้านบาท (+9% YoY) ตามลำดับ โดยเรามองบวกมากขึ้นต่อค่าระวางที่คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงปี 2021 นอกจากนี้ เราได้รวมผลประโยชน์จากการควบรวมกับบริษัท World Air เข้ามา (ปี 2021 มีกำไรราว 50 ล้านบาท) และคาดว่าจะทำให้รายได้จากการขนส่งทางอากาศเติบโตได้ +30% YoY ส่วนการขนส่งทางรางที่ทำร่วมกับ China post อาจมีความล่าช้า เนื่องจาก infrastructure ของทางจีนยังไม่รองรับ ทั้งนี้ ประเมินรายได้เบื้องต้นที่ 100 ล้านบาทจากการขนส่งจำนวน 1 พันตู้

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 22.00 บาท อิง PER ที่ 27.0x (เทียบเท่า peer avg.) ด้วย Outlook ปี 2022E ที่สดใสจากค่าระวางที่สูง และปริมาณการขนส่งที่ยังเติบโตจาก Global demand ที่ฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และจากตลาด e-commerce ที่เติบโตได้โดดเด่น

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Sales	337	473	558	1,083	1,251
Cost of sales	(250)	(363)	(408)	(917)	(1,027)
Gross profit	87	110	150	166	224
SG&A	(70)	(82)	(109)	(110)	(130)
EBITDA	24	32	48	62	95
Finance costs	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Core profit	16	27	43	52	80
Net profit	14	27	43	52	77
EPS	0.05	0.08	0.13	0.16	0.25
Gross margin	25.8%	23.3%	26.9%	15.3%	17.9%
EBITDA margin	7.0%	6.7%	8.6%	5.7%	7.6%
Net profit margin	4.2%	5.7%	7.6%	4.8%	6.1%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash & deposits	90	38	99	207	348
Accounts receivable	180	288	980	1,164	1,137
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	2	383	53	53	53
Total cur. assets	272	709	1,133	1,424	1,539
Investments	79	56	82	82	82
Fixed assets	61	61	288	251	342
Other assets	132	592	763	1,091	1,115
Total assets	477	984	1,611	1,865	2,071
Short-term loans	3	1	142	142	142
Accounts payable	177	197	359	425	410
Current maturities	0	0	8	8	8
Other current liabilities	31	31	89	89	89
Total cur. liabilities	211	228	598	663	648
Long-term debt	0	20	12	12	12
Other LT liabilities	56	109	211	199	188
Total LT liabilities	56	129	223	212	200
Total liabilities	267	357	821	874	848
Registered capital	160	160	160	160	160
Paid-up capital	100	160	160	160	160
Share premium	29	361	361	361	361
Retained earnings	68	84	239	440	672
Others	(1)	9	11	11	11
Minority interests	14	12	18	18	18
Shares' equity	210	627	790	991	1,223

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	54	69	200	265	290
Depreciation	7	14	44	20	29
Chg in working capital	(16)	(97)	(520)	(130)	12
Others	4	(13)	(25)	0	0
CF from operations	49	(27)	(302)	155	331
Capital expenditure	(1)	(390)	280	17	(120)
Others	2	1	0	0	0
CF from investing	1	(388)	280	17	(120)
Free cash flow	50	(415)	(22)	172	211
Net borrowings	(6)	76	250	(14)	(14)
Equity capital raised	25	393	0	0	0
Dividends paid	(32)	(43)	(45)	(53)	(58)
Others	(10)	(62)	(121)	2	2
CF from financing	(23)	363	84	(65)	(69)
Net change in cash	27	(52)	62	107	142

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales	1,044	1,126	3,365	3,996	3,904
Cost of sales	(732)	(796)	(2,715)	(3,207)	(3,095)
Gross profit	312	330	651	789	809
SG&A	(273)	(269)	(431)	(488)	(476)
EBITDA	50	78	252	325	366
Depre. & amortization	7	14	28	20	29
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	3	3	4	4	4
EBIT	43	64	223	305	337
Finance costs	(1)	(4)	(5)	(5)	(5)
Income taxes	(7)	(11)	(42)	(60)	(66)
Net profit before MI	50	60	202	266	291
Minority interest	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Core profit	46	59	201	265	290
Extraordinary items	0	(2)	(3)	0	0
Net profit	46	57	199	265	290






Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Growth YoY					
Revenue	-0.8%	7.9%	198.8%	18.7%	-2.3%
EBITDA	49.5%	57.1%	222.7%	29.3%	12.4%
Net profit	73.1%	24.0%	249.5%	33.2%	9.4%
Core profit	73.1%	28.8%	240.9%	31.5%	9.4%
Profitability ratio					
Gross profit margin	29.9%	29.3%	19.3%	19.7%	20.7%
EBITDA margin	4.8%	6.9%	7.5%	8.1%	9.4%
Core profit margin	4.4%	5.2%	6.0%	6.6%	7.4%
Net profit margin	4.4%	5.0%	5.9%	6.6%	7.4%
ROA	9.6%	5.8%	12.3%	14.2%	14.0%
ROE	21.8%	9.1%	25.2%	26.7%	23.7%
Stability					
D/E (x)	1.27	0.57	1.04	0.88	0.69
Net D/E (x)	(0.16)	0.14	0.16	0.00	(0.12)
Interest coverage ratio	75.95	16.29	45.07	61.58	67.89
Current ratio (x)	1.29	3.11	1.90	2.15	2.37
Quick ratio (x)	1.28	1.43	1.81	2.07	2.29
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.26	0.18	0.62	0.83	0.91
Core EPS	0.26	0.18	0.62	0.83	0.91
Book value	1.18	1.96	2.47	3.10	3.82
Dividend	0.18	0.13	0.14	0.17	0.18
Valuation (x)					
PER	60.83	88.33	25.27	18.97	17.33
Core PER	60.83	88.33	25.27	18.97	17.33
P/BV	13.28	8.01	6.36	5.07	4.11
EV/EBITDA	99.41	64.19	20.21	15.30	13.23
Dividend yield	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2020

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงจึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: 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 which 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.

KTBST'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% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of 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)

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

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราให้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST 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)

KTBST 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. KTBST 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. KTBST'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. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST'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

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสซี จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสซี จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.