



19 August 2020

Company Note

Rating

BUY

(Unchanged)

Company

บมจ. พีทีจี เอ็นเนอยี

Bloomberg

PTG TB

SET

PTG

Exchange

SET

Sector

Thai Energy

ยังคงแนะนำ “ซื้อ” คาดครึ่งปีหลังเติบโตต่อ HoH

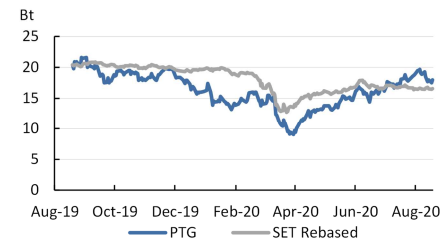
12mth price target (THB) Bt20.00

Current price (18/08/2020)	Bt18.00
Upside/Downside	11%
CG rating	5
ESG rating	-
Thai CAC	Certified

Share summary

Issued shares:	1,670.0m
Par Value :	Bt1.00
Market capitalization:	Bt30.1bn
	US\$1.0bn
Avg. Daily Turnover:	Bt328.3m
	US\$10.6m
Foreign Limit/Actual (%)	49/7
Free Float:	48.5%
NVDR:	6.2%

Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
PTG	4.05	20.00	-11.76
SET	-1.32	3.39	-18.76

Major Shareholders

	%
Ratchajit Holding Co.,Ltd	25.12
Mr.Sakanan Wijitthanarak	9.88
Mr. Pongsak Vachirasakpanich	6.25

Source: Company data

Sirilak Konwai

(ID : 051012)

(66) 2633 6422

Sirilakk@tisco.co.th

ยังคงแนะนำ “ซื้อ” คาดครึ่งปีหลังเติบโตต่อ HoH

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ PTG ด้วยมูลค่าที่เหมาะสม 20 บาท โดยเราคาดผลประกอบการครึ่งปีหลังจะเติบโต 18% HoH จาก 1) ปริมาณขายน้ำมันที่คาดเติบโตจากการกลับมาเดินทางหลังจากการคลายล็อกดาวน์และการท่องเที่ยวในประเทศหนุนการใช้ น้ำมัน โดยเดือน ก.ค. เติบโตกว่า +10% YoY 2) ค่าการตลาดน้ำมันยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 1.80-2.0 บาทต่อลิตร ซึ่งในบางวันอยู่ในระดับที่เกินกว่า 2 บาทต่อลิตร ในขณะที่ 3) ธุรกิจ Non-oil เริ่มมีทิศทางที่ฟื้นตัวดีขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน MaxMart และ Punthai ที่เริ่มกลับมาเติบโตในระดับก่อนการระบาด

ค่าการตลาดในไตรมาส 3 ที่ยังอยู่ระดับ 1.8-1.90 บาท ทำให้กำไรที่เหลือของปีโต YoY

กำไรสุทธิใน 2Q20 ของ PTG สร้างสถิติสูงสุดใหม่กำไรสุทธิ 510 ล้านบาท (19.2% YoY และ 151% QoQ) ด้วยค่าการตลาดน้ำมันที่สูงถึง 2 บาทต่อลิตร และสำหรับครึ่งปีหลัง เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 2H20F จะเติบโต 18% HoH โดยคาดปริมาณขายจะเติบโต 5% HoH จากปริมาณขายใน 3Q20F จะเติบโต 9% YoY และ 2% QoQ มาที่ 1,231 ล้านลิตรจากการเดินทางที่มากขึ้นหลังรัฐคลายล็อกดาวน์เฟสต่างๆ พร้อมกับค่าการตลาดน้ำมันยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 1.8 - 2.0 บาทต่อลิตร

ธุรกิจ Non-oil ดีขึ้น และคาดกาแฟจะเป็นกำไรในปีหน้า

ใน 2Q20 ธุรกิจ Non-oil ของ PTG ได้รับผลกระทบทำให้รายได้ลดลง -21% YoY มาที่ 757 ล้านบาท โดยสัดส่วนรายได้และกำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 3.4% (จาก 4%) และ 9% (จาก 13% ใน 1Q20) เท่านั้น หลังจากสถานการณ์ที่ดีขึ้น ธุรกิจกาแฟพันธุ์ไทยฟื้นตัวอย่างเห็นได้ชัดจากที่ลดลง -11% YoY ในเดือนเม.ย. มา +20% YoY ใน ก.ค. และ Maxmart เริ่มฟื้นตัวโดย ก.ค. กลับมาเป็น +4% YoY แล้ว โดยบริษัทคาดธุรกิจกาแฟพันธุ์ไทยจะไม่ขาดทุนในปลายปีและเริ่มสร้างกำไรได้ในปีหน้าและมีแผนที่จะเข้าตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2024

ปรับประมาณการผลประกอบการขึ้นเล็กน้อย

เราปรับประมาณการผลประกอบการปี 2020F ขึ้นเล็กน้อย 6% มาที่ 1,554 ล้านบาท และปรับปี 2021-22F เล็กน้อยเช่นกัน จากค่าการตลาดน้ำมันที่ยังอยู่ในระดับสูง เราสมมติฐานค่าการตลาดน้ำมันขึ้นมาอยู่ที่ 1.85 บาทต่อลิตรสำหรับปี 2020F (จากเดิม 1.79 บาทต่อลิตร) และในปี 2021F เรายังคงมุมมองระยะยาวด้วยสมมติฐานค่าการตลาดที่ 1.80 บาทต่อลิตร โดยเรายังคงแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 20 บาท อิงจาก PER 20 เท่าปี 2021F ปัจจัยเสี่ยงสำหรับ PTG ได้แก่ 1) ค่าการตลาดที่อ่อนตัวกว่าที่เราคาดไว้ 2) ปริมาณขายน้ำมันที่ต่ำกว่าคาด และความล่าช้าของธุรกิจ non-oil

Forecasts and ratios

Year ended Dec 31	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Sales (Bt,m)	107,829	120,027	102,100	110,622	119,731
EBITDA (Bt,m)	3,496	5,269	5,905	5,867	6,014
Net profit (Bt, m)	625	1,561	1,554	1,663	1,923
EPS (Bt)	0.37	0.93	0.93	1.00	1.15
EPS (%YoY)	(31.6)	149.8	(0.4)	7.0	15.7
EPS vs Cons (%)			1.9	(4.1)	2.0
PER (x)	40.6	16.7	19.3	18.1	15.6
Yield (%)	1.3	1.3	1.1	1.2	1.4
P/BV (x)	4.6	3.9	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA (x)	9.5	6.6	6.7	6.7	6.3
ROE (%)	11.8	25.8	21.3	19.4	19.2

Source: Company data, TISCO Research estimates

กำไรสุทธิ 2Q20 เติบโตเท่าตัว QoQ

PTG รายงานกำไรสุทธิ 2Q20 จำนวน 510 ล้านบาท +19% YoY และ 151% QoQ ซึ่งดีกว่าที่เรา 15.3%

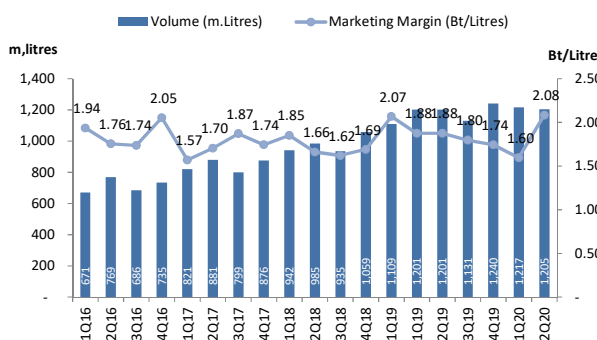
- รายได้ลดลง 30% YoY, 24% QoQ มาที่ 22,257 ล้านบาท เนื่องจาก 1) ปริมาณขายน้ำมันที่ลดลง 0.5% YoY, -1.8% QoQ มาที่ 1,205 ล้านลิตร โดย SSSG ลดลง-5.9% สำหรับ LPG เห็นผลกระทบมากกว่าด้วย SSSG ที่ติดลบ -36% ซึ่งเป็นผลกระทบมาตรการล็อกดาวน์ของภาครัฐ และ 2) ราคาขายน้ำมันที่ลดลงในไตรมาส
- ค่าการตลาดน้ำมันดีกว่าที่คาด : โดยใน 2Q20 อยู่ที่ 2.08 บาทต่อลิตร จากเพียง 1.60 บาทต่อลิตรใน 1Q20 และ 1.88 บาทต่อลิตรใน 2Q19 ซึ่งสอดคล้องกับค่าการตลาดน้ำมันของ EPPO แต่ดีกว่าที่เราคาดไว้ที่ 1.95 บาทต่อลิตร
- ส่วนแบ่งกำไรจากการลงทุนลดลงมาอยู่ที่ 12 ล้านบาท ลดลงจาก 165 ล้านบาทใน 1Q20 สาเหตุหลักเนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจากปาล์มคอมเพล็กซ์ที่ลดลงจากปริมาณความต้องการใช้น้ำมันที่ลดลงและส่วนต่าง Spread ของราคาปาล์มที่ปรับตัวลดลงเช่นกัน

รูปที่ 1. กำไรสุทธิเติบโตเท่าตัว QoQ

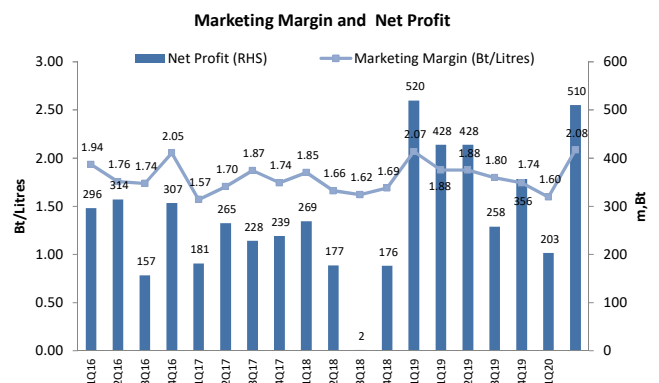
Bt,m	2Q20	2Q19	%YoY	1Q20	%QoQ	6M20	6M19	%YoY
Sales revenue	22,257	31,844	(30.1)	29,121	(23.6)	51,378	56,596	(9.2)
Gross Profit	2,745	2,529	8.5	2,231	23.0	4,975	4,432	12.3
SG&A	1,879	1,966	(4.4)	1,944	(3.3)	3,823	3,524	8.5
Profit and loss from subsidiaries	12	3	292.4	165	(92.9)	176	(12)	(1,547.4)
EBIT	923	613	50.6	513	79.9	1,436	1,006	42.7
EBITDA	1,645	1,359	21.1	1,210	36.0	2,855	2,308	23.7
Interest expenses	268	82	225.8	272	(1.6)	540	149	263.2
Net Profit before Tax	655	531	23.5	241	172.1	896	857	4.5
Income tax expenses	143	104	37.1	36	295.6	179	162	10.7
Net profit	510	428	19.2	203	150.9	713	697	2.3
EPS (Bt)	0.31	0.26	19.2	0.12	150.9	0.43	0.42	2.3
Gross Margin (%)	12.3	7.9		7.7		9.7	7.8	
EBITDA Margin (%)	7.4	4.3		4.2		5.6	4.1	
Operating Margin (%)	4.1	1.9		1.2		2.8	1.8	
Net Profit Margin (%)	2.3	1.3		0.7		1.4	1.2	
SG&A expenses to sales ratio (%)	8.4	6.2		6.7		7.4	6.2	
No. Station Oil+LPG	2,064	1,953	5.7	2,057	0.3	2,064.0	1,953.0	
Oil Volume (m,litres)	1,196	1,201	(0.5)	1,217	(1.8)	2,412.5	2,310.0	
Marketing Margin (Bt/Litres)	2.08	1.88	11.1	1.60	30.5	1.85	1.97	

ที่มา : SET, TISCO Research

รูปที่ 2. ค่าการตลาดที่อยู่ระดับสูงทำให้กำไรสุทธิสร้าง new high record



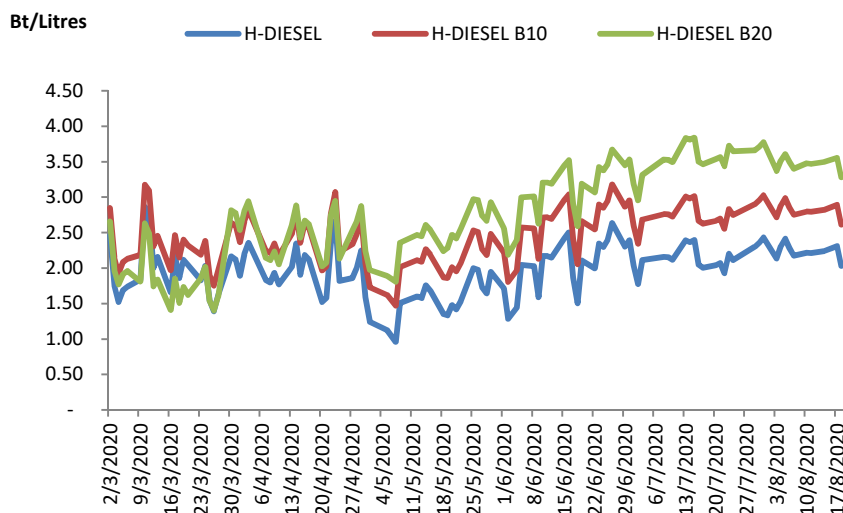
ที่มา : PTC, TISCO Research



ค่าการตลาดน้ำมันใน 3Q20 มีแนวโน้มดีกว่าที่เราคาดไว้

หลังมาตรการคลายล็อควานในเฟสต่างๆ ของภาครัฐ ทำให้มีกิจกรรมทั้งการขนส่งและเดินทางท่องเที่ยวมากขึ้น สร้างความต้องการใช้น้ำมันในประเทศให้เติบโตเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า รวมไปถึงค่าการตลาดยังคงอยู่ระดับสูงที่ระดับ 1.80-2.0 บาทต่อลิตร ซึ่งจากรูปที่ 3 จะเห็นว่าในบางวันค่าการตลาดอยู่ในระดับที่สูงกว่า 2 บาทด้วยเช่นกัน

รูปที่ 3. ค่าการตลาดดีเซลยังคงอยู่ระดับสูง 2 บาทต่อลิตร



ที่มา : EPPO, TISCO Research

ปรับประมาณการผลประกอบการขึ้นเล็กน้อย

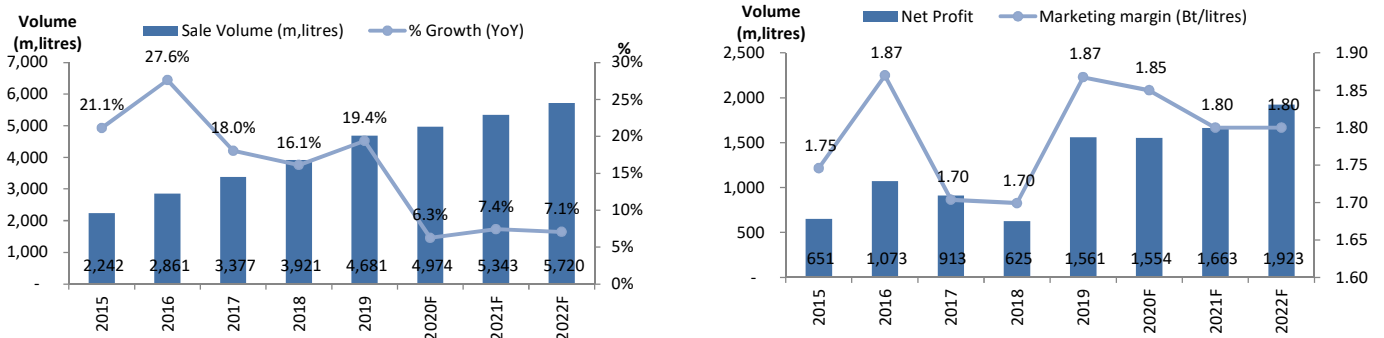
จากแนวโน้มค่าการตลาดที่ดีกว่าที่เราคาดไว้ เราปรับประมาณการผลประกอบการปี 2020F ขึ้นเล็กน้อย 6% มาที่ 1,554 ล้านบาท และปรับปี 2021-22F เล็กน้อยเช่นกัน โดยเราคาดค่าการตลาดน้ำมันที่มีแนวโน้มดีกว่าที่เราคาดไว้ โดยเราปรับขึ้นมาอยู่ที่ 1.85 บาทต่อลิตรสำหรับปี 2020F (จากเดิม 1.79 บาทต่อลิตร) และในปี 2021F เรายังคงมุมมองระยะยาวด้วยสมมติฐานค่าการตลาดที่ 1.80 บาทต่อลิตร

รูปที่ 4. ปรับประมาณการผลประกอบการ

Earnings revision - PTG									
(Bt, m)	2020F			2021F			2022F		
	New	Old	% Chg	New	Old	% Chg	New	Old	% Chg
Revenue	102,100	115,920	-11.9	110,622	126,213	-12.4	119,731	137,054	-12.6
Net profit	1,554	1,460	6.4	1,663	1,669	-0.4	1,923	1,932	-0.5
EPS (Bt)	0.93	0.87	6.4	1.00	1.00	-0.4	1.15	1.16	-0.5
Change in key assumptions									
Gross margin (%)	10.1	9.0	12.4	9.9	8.9	11.1	9.9	8.9	11.0
S&A expenses to sale (%)	7.7	7.0	10.3	7.7	6.9	10.5	7.6	6.9	10.3
Net margin (%)	1.5	1.3	20.8	1.5	1.3	13.6	1.6	1.4	13.9
Sale volume (Million Litre)	4,974	5,058	-1.7	5,343	5,474	-2.4	5,720	5,891	-2.9
Avg. Price (Bt/Litre)	21.1	23.7	(11.1)	21.2	23.8	(11.1)	21.3	24.0	(11.1)
Marketing Margin	1.85	1.79	3.6	1.80	1.80	0.0	1.80	1.80	0.0
No. of Oil Station	1,914	1,914	0.0	1,984	1,984	0.0	2,044	2,044	0.0

ที่มา : TISCO Research Estimates

รูปที่ 5. กำไรสุทธิของบริษัทเติบโตตามค่าการตลาด



ที่มา : SET, TISCO Research

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 20 บาท

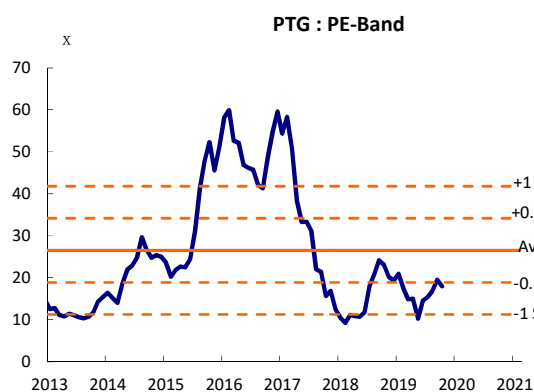
เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 20 บาท อิงจาก PER 20 เท่าปี 2021F ปัจจัยเสี่ยงสำหรับ PTG ได้แก่ 1) ค่าการตลาดที่อ่อนตัวกว่าที่เราคาดไว้ 2) ปริมาณขายน้ำมันที่ต่ำกว่าคาด และความล่าช้าของธุรกิจ non-oil

รูปที่ 6. Sensitivities

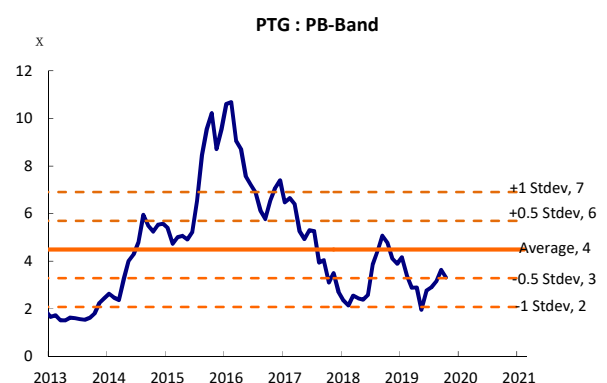
Marketing Margin (Bt/Litres)	Net Profit (Bt,m)	EPS (Bt)	PER (x)					
			16	18	20	22	24	26
1.70	1,235	0.74	11.80	13.30	14.70	16.20	17.70	19.20
1.75	1,449	0.87	13.90	15.60	17.40	19.10	20.80	22.60
1.80	1,663	1.00	16.00	18.00	20.00	22.00	24.00	26.00
1.85	1,876	1.13	18.10	20.40	22.60	24.90	27.10	29.40
1.90	2,090	1.26	20.20	22.70	25.20	27.80	30.30	32.80

ที่มา : TISCO Research Estimates

รูปที่ 7. PER Band – ซื้อขายอยู่ที่ PER 19x ปี 2021F



รูปที่ 8. PBV Band – ซื้อขายอยู่ที่ PBV 2.7x ปี 2020F



ที่มา : SET, TISCO Research

PTG Energy (PTG)

Rating : BUY

Bloomberg: PTG TB

Target price (THB)

20.00

Current Price (THB)

18.00

52-week Range

9.05 - 21.6

Market Capitalization

THBm

30,060

USDm

968

Fiscal year end 31-Dec

2018

2019

2020F

2021F

2022F

Income Statement (THBm)

Sales and Service Incomes	107,829	120,027	102,100	110,622	119,731
Cost of Sales and Services	100,386	110,127	91,774	99,663	107,933
Gross Profit	7,443	9,900	10,326	10,959	11,798
S&A Expenses	6,711	7,907	7,857	8,477	9,070
Interest Expense	290	335	1,017	934	868
Net Result of Inv. in Asso.	-12	40	277	301	304
Interest Income	0	0	0	0	0
Income Tax from Operations	120	359	389	416	481
Net (Profit) Loss of M.I.	-1	3	0	0	0
Net Profit before Extra. Items	625	1,561	1,554	1,663	1,923
Extra items	0	0	0	0	0
Net Profit	625	1,561	1,554	1,663	1,923

Cash Flow (THBm)

Net Profit	625	1,561	1,554	1,663	1,923
Depreciation and Amortization	2,475	3,011	3,665	3,577	3,495
Change in working capital	2,178	-599	693	253	269
Cash flow from operations (CFO)	4,923	3,678	5,912	5,493	5,687
Investment	-112	-2	0	0	0
Capex	-5,225	-3,880	-22,255	-3,410	-2,046
Cash Flows from Investing (CFI)	-5,347	-4,229	-22,225	-3,410	-2,046
Debt financing	786	888	15,784	-2,037	-3,280
Dividend paid	-284	-334	-334	-333	-356
Share capital and premium	6	30	-72	0	0
Cash Flows from Financing (CFF)	508	584	15,441	-2,370	-3,636
Net cash increase/Decrease	84	33	-872	-287	5

Balance Sheet (THBm)

Current Assets	3,937	4,850	1,873	1,762	1,953
Current Liabilities	10,892	11,614	11,457	11,749	11,929
Total Assets	20,940	22,652	38,938	38,685	37,464
Total Liabilities	15,464	15,944	31,019	29,436	26,648
Minority Interest	32	60	0	0	0
Total Equity	5,444	6,648	7,919	9,249	10,816
Paid-up Capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
Share Premium	1,185	1,185	1,185	1,185	1,185
Warrant	0	0	0	0	0
Retained Earnings	2,479	3,676	4,897	6,227	7,794
Equity Adjustment	1,146	1,122	1,185	1,185	1,185

Key Company Metrics

Sales growth (%)	27.4	11.3	(14.9)	8.3	8.2
Net Profit growth (%)	(31.6)	149.8	(0.4)	7.0	15.7
Gross Margin (%)	6.9	8.2	10.1	9.9	9.9
SG&A to sale (%)	6.2	6.6	7.7	7.7	7.6
EBITDA Margin (%)	3.2	4.4	5.8	5.3	5.0
Net Margin (%)	0.6	1.3	1.5	1.5	1.6
ROE (%)	11.8	25.8	21.3	19.4	19.2
ROA (%)	3.2	7.2	5.0	4.3	5.1
Net debt/equity (x)	1.4	1.3	1.2	1.0	0.7
Net interest cover (x)	3.6	6.7	2.9	3.2	3.8

Key Assumptions

Sale Volume (m,litre)	3,921	4,681	4,974	5,343	5,720
No. gas station	1,884	2,027	2,127	2,227	2,307
Gross Margin (%)	6.9	8.2	10.1	9.9	9.9
Marketing Margin (Bt/Litres)	1.70	1.87	1.85	1.80	1.80

Quarterly Results (THBm)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Sales and Service Incomes	31,844	28,485	31,043	29,121	22,257
Cost of Sales and Services	29,315	26,151	28,542	26,890	19,513
Gross Profit	2,529	2,333	2,502	2,231	2,745
S&A Expenses	1,966	1,992	2,074	1,944	1,879
Interest Expense	82	84	82	272	268
Net Result of Inv. in Asso.	2	(2)	(3)	(1)	(3)
Interest Income	-	1	-	-	-
Income Tax from Operations	104	55	76	36	143
Net (Profit) Loss of M.I.	2	(2)	(3)	(1)	(3)
Net Profit before Extra. Items	428	258	356	203	509
Extra items	-	-	-	(0)	1
Net Profit	428	258	356	203	510

Source: Company data, TISCO Research estimates

Company profile

1) ธุรกิจค้าปลีกน้ำมันเชื้อเพลิงภายใต้สถานีบริการน้ำมัน PT 2) ธุรกิจค้าปลีกน้ำมันเชื้อเพลิงให้กับผู้ค้าน้ำมันรายอื่น 3) ธุรกิจค้าปลีกแก๊ส LPG ผ่านสถานีที่บริษัทเป็นเจ้าของเอง 4) ธุรกิจขนส่งและขนถ่ายน้ำมันเชื้อเพลิง 5) ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ Max Mart และธุรกิจร้านค้ากาแฟพันธุ์ไทย และร้านคอฟฟี่ เวลต์ ทั้งในและนอกสถานีบริการน้ำมัน PT 6) ธุรกิจจำหน่ายสินค้าและการให้บริการอื่น

Valuation

เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี PER 20 เท่าปี 2020F อิงการซื้อขายเฉลี่ยในอดีตของบริษัท

Risk

ปัจจัยเสี่ยงสำหรับ PTG ได้แก่ 1) ค่าการตลาดที่อ่อนตัวกว่าที่เราคาดไว้ 2) ปริมาณขายน้ำมันที่ต่ำกว่าคาด และความล่าช้าของธุรกิจ non-oil

Sirilak Konwai
+66 (2) 633 6422
sirilakk@tisco.co.th

TISCO Securities Company Limited

www.tiscosec.com

Bangkok

48/8 TISCO Tower 4th Floor, North Sathorn Road,
Bangkok 10500, Thailand
Tel : (66) 2633 6000 Ext.5
Fax : (66) 2633 6490, (66) 2633 6660

Nakhon Pathom

386, 388 Petchkasem Road, Prapatone, Muang District, Nakhon
Pathom 73000
Tel: 0 3414 2000 Fax: 0 3425 1676

Udon Thani

227/1 Soi Udondussadee 3, Udondussadee Road, Muang District,
Udon Thani 41000
Tel: 0 4224 6888 Fax: 0 4224 5793

Chiang Mai

275/4, 2nd Floor, Chang Phuak Road, Chang Phuak, Muang
District, Chiang Mai 50300
Tel. 0 5322 4722 Fax. 0 5322 4711

Nakhon Ratchasima

1936/3 Zone A, Mittraphap Road, Naimuang, Muang District,
Nakhon Ratchasima 30000
Tel: 0 4425 7752 Fax: 0 4425 3752

 Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2019	Score Range	Level	Description
	90 - 100	5	Excellent
	80 - 89	4	Very Good
	70 - 79	3	Good
	60 - 69	2	Satisfactory
	50 - 59	1	Pass
	< 50	n.a.	n.a.
		N/R	Does not appear in the CGR report

Anti-Corruption Progress Indicator :

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018) are categorised into :

Certified :	Companies certified by CAC.
Declared :	Companies that have declared their intention to join CAC.
Ensure its compliance by parent company	Ensure its compliance by parent company The company declares that its parent company is under the Bribery Act or other similar laws that required parent company to be responsible for bribery act of its overseas subsidiaries. Such responsibilities shall include the establishment of policy, practices and investigation and ensure that its subsidiaries regularly comply with the policy and practices.
n.a.	Not intention to join CAC. / no policy

Disclaimer

The disclosure of the Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018)

Since this survey or assessment result is only the survey or assessment result as of the date appearing in the survey or assessment result only, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, TISCO Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the survey or assessment result.

ESG Rating

The Thaipat ESG Index is designed to represent the performance of the selected Thai listed companies that are constituents of the ESG100 Universe, the 100 outstanding performers in terms of Environmental, Social and Governance (ESG) listed in Thai stock market (Both SET and mai), assessed by ESG Rating company, a whole subsidiary of Thaipat Institute.

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable but their accuracy completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information then known to us, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. 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. TISCO and other companies in the TISCO Group and/or their officers, directors and employees may have positions and may affect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for these companies. No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this document and any information or representation not contained in this document must not be relied upon as having been authorized by or on behalf of TISCO. This document is for private circulation only and is not for publication in the press or elsewhere. TISCO accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content. The use of any information, statements forecasts and projections contained herein shall be at the sole discretion and risk of the user.