

Interlink Telecom

ITEL TB / ITELm.BK

1 กรกฎาคม 2564

Rise of Interlink Technology

เรายืนยันคำแนะนำ **ซื้อ** ราคาเป้าหมาย **5.25 บาท** ที่ผ่านมาราคาที่อ่อนตัวลงคาดเกิดจากอยู่ในช่วงของการ **exercise warrant** ซึ่งจะทำให้พื้นฐานของบริษัทแข็งแกร่งขึ้น เพราะบริษัทจะได้ฐานทุนใหม่เข้ามา ขณะที่บริษัทที่มุ่งสู่การเป็น **Tech-solution provider** จะหนุนการเติบโต และจะยิ่งชัดเจนยิ่งขึ้นใน **2H21** ซึ่งจะเป็นช่วงที่โครงการต่างที่บริษัทเตรียมการไว้เห็นความชัดเจนยิ่งขึ้น

มุ่งสู่เส้นทางแห่ง Interlink technology...

ITEL มุ่งมั่นที่จะเป็น Tech-solution provider แบบครบวงจร การเข้ามาของ 5G และ Smart economy จะหนุนการใช้งาน Drone ให้เพิ่มขึ้นแน่นอนว่าการใช้ Drone ย่อมเกิดประโยชน์ ทั้งด้านต้นทุนที่ถูกกว่า และการทำธุรกิจต่างๆที่เคยเป็นไปได้ ให้เป็นไปได้ อย่างเช่นในโครงการหนึ่งที่ ITEL ได้เริ่มต้นไว้ คือ โครงการใช้ Drone แทนมนุษย์ทำงานในสถานที่อันตรายและเข้าถึงยาก เช่น การสำรวจสายไฟฟ้าแรงสูง ซึ่งปกติต้องใช้แรงงานมนุษย์ปีนขึ้นเสาไฟฟ้าแรงสูงซึ่งทั้งอันตรายและสิ้นเปลือง บริษัทได้เข้าไปเสนอ solution ในการใช้ Drone แทนการใช้มนุษย์ ซึ่งถูกกว่าและปลอดภัยกว่า คาดจะเห็นความชัดเจนในช่วง 3Q21 นี้

...ความคู่ไปกับการทำ Technology security

การใช้งาน Drone นั้น แม้จะมีประโยชน์อย่างมาก แต่หากถูกนำไปใช้ในทางที่ผิด ย่อมสร้างความเดือดร้อนได้ไม่น้อย ดังนั้น ITEL จึงทำระบบความปลอดภัยอย่างโครงการ Anti-drone ปัจจุบันได้รับความไว้วางใจจากสำนักงานตำรวจแห่งชาติ และเราเชื่อมั่นว่าในอนาคต Anti-drone จะเป็นระบบมาตรฐานที่องค์กรต่างๆต้องมี โดยเฉพาะการจัดกิจกรรมที่มีผู้คนจำนวนมาก เช่น สนามกีฬา คอนเสิร์ตกลางแจ้งเป็นต้น เพื่อรักษาความปลอดภัยให้กับฝูงชน

การขยายสัญญา USO จะหนุนกำไรและกระแสเงินสดให้มั่นคง

บริษัทมีสัญญาให้บริการอินเทอร์เน็ตชายขอบ (USO1) และอินเทอร์เน็ตห่างไกล (USO2) อยู่กับ กสทช. ถึงแม้สัญญาจะยังมีอายุอีกหลายปี แต่เนื่องจากการให้บริการอินเทอร์เน็ตให้กับพื้นที่ห่างไกลและด้วยโอกาส ถือเป็นส่วนหนึ่งในการกระจายความเจริญด้านโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งถือว่าเป็นสิ่งที่ขาดไม่ได้ ดังนั้นจึงมีโอกาสที่บริษัทจะได้รับการต่อสัญญา USO1 และ USO2 ซึ่งจะช่วยหนุนให้บริษัทมีความชัดเจนของกำไรและกระแสเงินสดในระยะยาว นอกจากนี้โอกาสในการเติบโตในธุรกิจจะมีเพิ่มเติมจากโครงการอินเทอร์เน็ตชายขอบ (ส่วนที่เหลือ) Zone C+ ภาคเหนือ และตะวันออกเฉียงเหนือ มูลค่า 900 และ 670 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งจะเปิดคัดเลือกในช่วง 3Q21

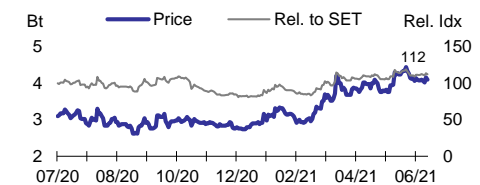
การเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในธุรกิจ Data center

สำหรับธุรกิจ Data center ในปีนี้จะเห็นการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ 2 เรื่อง 1) บริษัทจะขาย Interlink data center แห่งแรก เข้า REIT คาดได้เงินเข้ามาราว 750 ล้านบาท 2) Genesis data center ที่บริษัทร่วมทุนกับพันธมิตร จะมีผู้ประกอบการจากต่างชาติเข้ามาร่วมลงทุน นอกจากนี้จะได้ synergy ด้านเทคโนโลยีและฐานลูกค้า บริษัทจะได้กำไรพิเศษจากการ Revaluation ให้มูลค่าเป็นไปตามมูลค่าที่ผู้ประกอบการใหม่เข้ามาถือหุ้น คาดจะเห็นในงบของ ITEL ช่วง 2H21 นี้

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 5.25 บาท
 ราคา (30/06/64): 4.10 บาท

Price chart

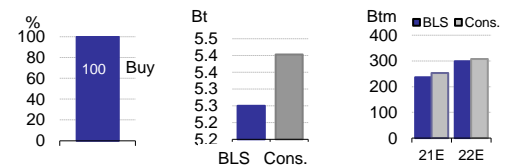


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	10.9	10.8	34.2
Absolute	9.0	10.8	51.9

Key statistics

Market cap	Bt4.1bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt2.6/Bt4.5	
12-mth avg daily volume	Bt26m	USD0.8m
# of shares (m)	1,004	
Est. free float (%)	36.5	
Foreign limit (%)	49.0	

Consensus rating vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2020	2021E	2022E	2023E
Revenues (Btm)	2,021	2,560	2,728	2,798
Net profit (Btm)	184	236	299	322
EPS (Bt)	0.18	0.19	0.24	0.26
EPS growth (%)	+1.5%	+2.8%	+26.4%	+7.9%
Core profit (Btm)	184	236	299	322
Core EPS (Bt)	0.18	0.19	0.24	0.26
Core EPS growth (%)	+1.5%	+2.8%	+26.4%	+7.9%
PER (x)	18.1	21.7	17.2	15.9
PBV (x)	1.8	1.8	1.7	1.6
Dividend (Bt)	0.000	0.076	0.096	0.103
Dividend yield (%)	0.0	1.8	2.3	2.5
ROE (%)	10.2	10.1	10.4	10.5

CG/Anti-Corruption



วิกิจ ธีรวรรณรัตน์,
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
 วิจัยทางเทคนิค
 Wikij.tir@bualuang.co.th +662 618 1336

ธนเศรษฐ์ พจน์เกษมสิน
 ผู้จัดการกองทุน / นักวิเคราะห์การลงทุน
 วิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
 Tanasead.poj@bualuang.co.th+662 618 1333

See disclaimer at the end of report

ITEL: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,330	2,021	2,560	2,728	2,798
Cost of sales and services	(1,861)	(1,558)	(2,028)	(2,115)	(2,154)
Gross profit	469	462	532	612	644
SG&A	(116)	(107)	(118)	(130)	(143)
EBIT	353	355	414	482	501
Interest expense	(131)	(154)	(150)	(140)	(130)
Other income/exp.	16	38	40	40	40
EBT	239	239	304	382	411
Corporate tax	(48)	(48)	(61)	(76)	(82)
After-tax net profit (loss)	191	191	243	306	329
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	(10)	(7)	(7)	(7)	(7)
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	181	184	236	299	322
Reported EPS	0.18	0.18	0.19	0.24	0.26
Fully diluted EPS	0.14	0.12	0.15	0.19	0.21
Core net profit	181	184	236	299	322
Core EPS	0.18	0.18	0.19	0.24	0.26
EBITDA	580	654	713	782	801

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	48.5	(13.3)	26.7	6.5	2.6
Gross margin (%)	20.1	22.9	20.8	22.4	23.0
EBITDA margin (%)	24.9	32.4	27.9	28.7	28.6
Operating margin (%)	15.2	17.6	16.2	17.7	17.9
Net margin (%)	7.8	9.1	9.2	10.9	11.5
Core profit margin (%)	7.8	9.1	9.2	10.9	11.5
ROA (%)	3.0	2.7	3.1	3.7	3.9
ROCE (%)	3.6	3.1	3.6	4.3	4.6
Asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Current ratio (x)	0.7	0.6	1.2	1.2	1.2
Gearing ratio (x)	2.4	2.3	1.5	1.4	1.2
Interest coverage (x)	2.7	2.3	2.8	3.4	3.9

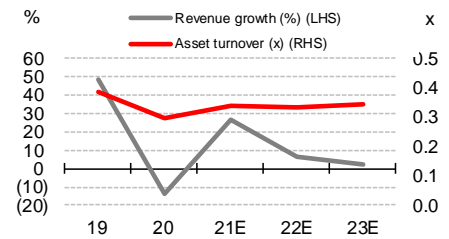
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	288	70	681	656	597
Accounts receivable	1,776	1,858	2,354	2,508	2,573
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	3,860	3,839	3,840	3,840	3,841
Other assets	699	1,312	1,213	1,182	1,167
Total assets	6,622	7,079	8,088	8,186	8,178
Accounts payable	809	801	1,042	1,087	1,107
ST debts & current portion	2,484	2,622	2,473	2,523	2,524
Long-term debt	1,571	1,705	1,726	1,550	1,326
Other liabilities	46	59	62	63	64
Total liabilities	4,910	5,186	5,303	5,223	5,021
Paid-up capital	500	500	625	625	625
Share premium	815	815	1,440	1,440	1,440
Retained earnings	397	578	719	899	1,092
Shareholders equity	1,712	1,893	2,784	2,964	3,157
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	6,622	7,079	8,088	8,186	8,178

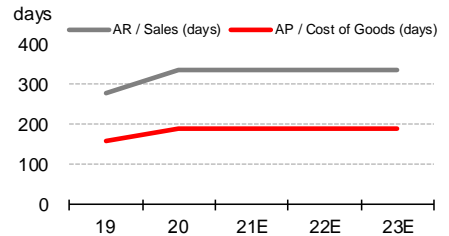
CASH FLOW (Btm)

Net income	181	184	236	299	322
Depreciation and amortization	226	299	299	299	299
Change in working capital	(923)	(328)	(496)	(154)	(65)
FX, non-cash adjustment & others	186	212	248	52	27
Cash flows from operating activit	(330)	367	288	496	583
Capex (Invest)/Divest	(621)	(339)	(300)	(300)	(300)
Others	(2)	(2)	0	0	0
Cash flows from investing activit	(624)	(341)	(300)	(300)	(300)
Debt financing (repayment)	1,015	121	(149)	50	1
Equity financing	(129)	(151)	0	0	0
Dividend payment	(57)	0	0	(94)	(119)
Others	172	(162)	771	(176)	(224)
Cash flows from financing activiti	1,001	(192)	623	(221)	(342)
Net change in cash	47	(165)	610	(25)	(59)
Free cash flow (Btm)	(951)	28	(12)	196	283
FCF per share (Bt)	(1.0)	0.0	(0.0)	0.2	0.2

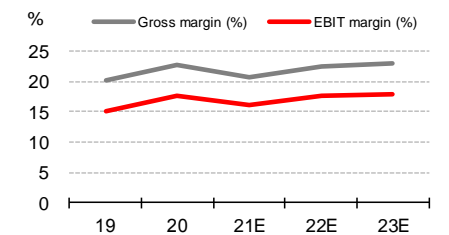
Revenue growth and asset turnover



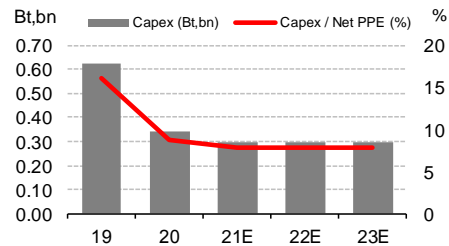
A/C receivable & A/C payable days



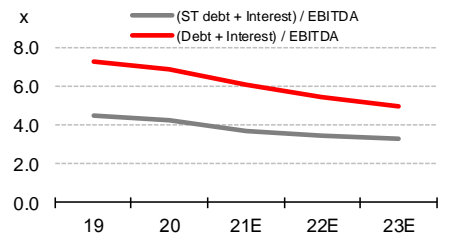
Profit margins



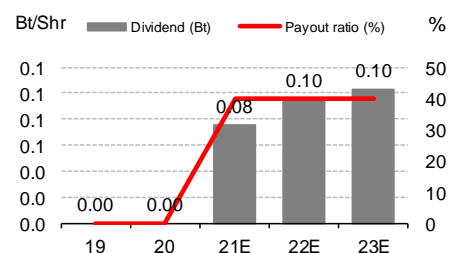
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



ITEL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Revenue	456	440	472	654	497
Cost of sales and services	(336)	(325)	(345)	(552)	(379)
Gross profit	120	114	126	102	118
SG&A	(31)	(27)	(27)	(22)	(32)
EBIT	89	88	99	80	86
Interest expense	(39)	(38)	(39)	(39)	(39)
Other income/exp.	5	23	4	7	14
EBT	55	73	64	47	62
Corporate tax	(11)	(15)	(13)	(10)	(14)
After-tax net profit (loss)	44	58	51	38	48
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	(4)	(0)	(1)	(2)	(2)
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	40	58	50	36	46
Reported EPS	0.04	0.06	0.05	0.04	0.05
Fully diluted EPS	0.03	0.05	0.03	0.02	0.03
Core net profit	40	58	50	36	46
Core EPS	0.04	0.06	0.05	0.04	0.05
EBITDA	160	161	175	159	165

KEY RATIOS

Gross margin (%)	26.3	26.0	26.8	15.6	23.8
EBITDA margin (%)	35.1	36.7	37.0	24.3	33.2
Operating margin (%)	19.4	19.9	21.0	12.2	17.3
Net margin (%)	8.8	13.2	10.6	5.5	9.2
Core profit margin (%)	8.8	13.2	10.6	5.5	9.2
BV (Bt)	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0
ROE (%)	9.2	12.8	10.8	7.6	9.4
ROA (%)	2.4	3.4	3.0	2.0	2.6
Current ratio (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	2.3	2.3	2.2	2.3	2.1
Interest coverage (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

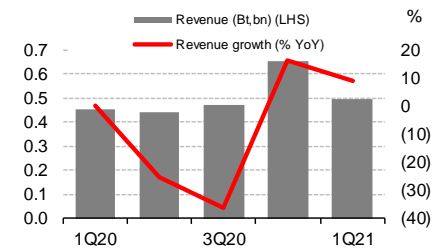
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	75	78	77	70	81
Accounts receivable	1,816	1,851	1,656	1,858	1,783
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	3,785	3,809	3,835	3,839	3,857
Other assets	1,146	1,140	1,196	1,312	1,288
Total assets	6,822	6,877	6,764	7,079	7,009
Accounts payable	828	698	717	801	840
ST debts & current portion	2,536	2,388	2,298	2,622	2,511
Long-term debt	1,574	1,809	1,721	1,705	1,577
Other liabilities	135	176	172	59	130
Total liabilities	5,073	5,071	4,908	5,186	5,058
Paid-up capital	500	500	500	500	500
Share premium	815	815	815	815	815
Retained earnings	434	491	541	578	624
Shareholders equity	1,749	1,806	1,856	1,893	1,951
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	6,822	6,877	6,764	7,079	7,009

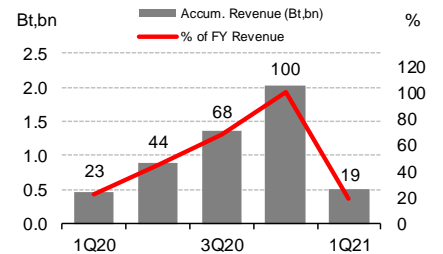
Company profile

บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน) (ITEL) ประกอบธุรกิจโครงข่ายใยแก้วนำแสงทั่วประเทศ (Interlink Fiber Optic Network) ให้บริการให้บริการครอบคลุม ตั้งแต่ Interlink MPLS IP-VPN, Interlink Wavelength และ Interlink Dark Fiber ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่ 3 ประเภทมีโครงข่ายเป็นของตนเอง จาก กสทช. ได้รับอนุญาตจากการทางรถไฟแห่งประเทศไทยให้มีสิทธิที่จะติดตั้งโครงข่ายใยแก้วนำแสงไปตามเส้นทางรถไฟ เป็นระยะเวลา 30 ปี ซึ่งเป็นเส้นทางที่แตกต่างจากโครงข่ายใยแก้วนำแสงที่มีอยู่เดิมของผู้ให้บริการรายอื่นๆ บริษัทฯ ยังได้ต่อยอดธุรกิจ โดยให้บริการพื้นที่ดาต้าเซ็นเตอร์ (Data Center) เพื่อนำเอาประโยชน์ของโครงข่ายใยแก้วนำแสงทั่วประเทศมาเป็นจุดขายซึ่งครอบคลุมการให้บริการเข้าพื้นที่วางเซิร์ฟเวอร์ พื้นที่เซิร์ฟเวอร์เสมือน และศูนย์สำรองข้อมูลฉุกเฉิน (Disaster Recovery) แก่องค์กรต่างๆ

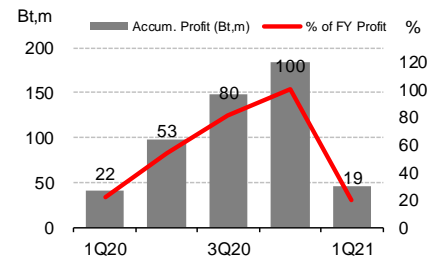
Revenue trend



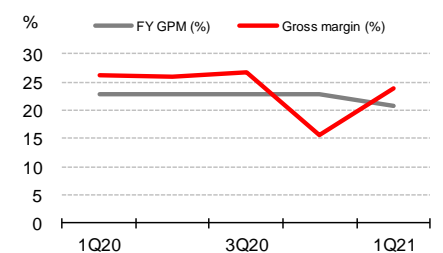
Revenue trend (accumulated)



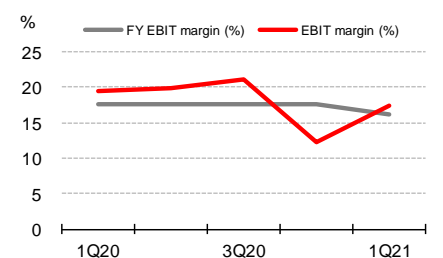
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Advanced Info Service	ADVANC TB	THB171.00	15,892	18.0	17.7	2.8	2.2	6.1	5.6	35.5	33.1	4.2	4.2
Total Access Communication	DTAC TB	THB30.50	2,257	18.2	16.3	-22.5	12.3	3.4	3.2	17.4	20.4	4.4	4.9
Interlink Telecom	ITEL TB	THB4.10	129	27.1	21.5	23.4	26.4	1.8	1.7	10.1	10.4	1.8	2.3
Shin Corporation	INTUCH TB	THB65.00	6,514	19.5	18.8	-3.2	3.4	4.4	4.1	26.1	25.2	3.7	3.9
Jasmine Broadband Internet Infrastructure Fund	JASIF TB	THB9.80	2,450	9.4	8.8	-8.3	6.3	0.9	0.9	9.4	10.0	10.4	10.5
Thaicom	THCOM TB	THB12.00	411	183.4	115.2	-86.0	59.3	1.2	1.2	0.6	1.0	0.2	0.4
True Corporation	TRUE TB	THB3.18	3,314	136.9	112.8	-26.1	21.3	1.3	1.3	0.9	1.1	0.4	0.4
Simple average				58.9	44.4	-17.1	18.7	2.7	2.6	14.3	14.4	3.6	3.8

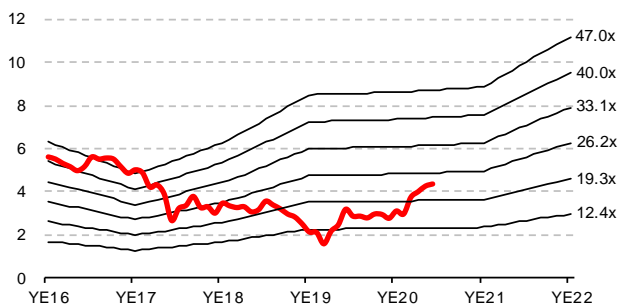
PER band versus SD (next 12 months)



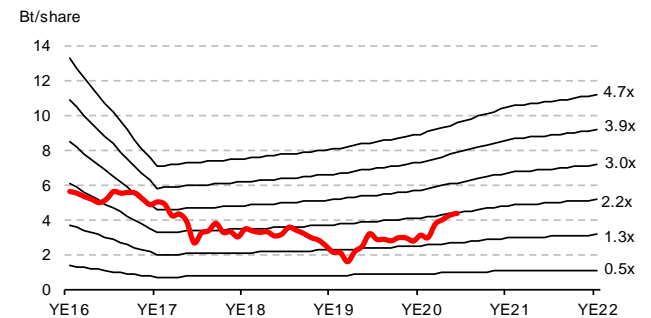
PBV band versus SD (next 12 months)



PER band and share price



PBV band and share price



Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. 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. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC
KBANK	KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TOP	WHA	ESSO	CKP
STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CPF	CFN	HANA	HMPRO	IVL	OSP	SAWAD	THANI
BANPU	BCH	BTS	CK	SCC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	RATCH	VGI	PRM	SCGP	TQM
COM7	DOHOME	JMT	CHG	TMB	BAM	BCP	BCPG	AP	KTB	BPP	KKP	OR	BEM	GUNKUL
LH	EA	QH	SPALI	RBF	EPG									

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	OR

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited (“BLS”). BLS is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”).

Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through BLS. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither BLS nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report’s preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

BLS may rely on information barriers, such as “Chinese Walls” to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of BLS.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by BLS with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of BLS and BLS accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.