

Inter Pharma

IP TB / IPm.BK

7 มิถุนายน 2564

Upgrade to BUY

เราปรับคำแนะนำขึ้นเป็น **ซื้อ** เนื่องจากอภิไชต์ต่อราคาเป้าหมายที่กลับมาน่าพอใจราว 15% อีกครั้ง บริษัทฯยังคงเดินหน้าธุรกิจไปกับ **Megatrend** ด้านสุขภาพ ที่มีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่ตรงกับความต้องการของผู้บริโภคอย่างต่อเนื่อง เช่นสินค้าใหม่กลุ่ม **Fit Series** ที่เปิดตัวไปแล้วช่วงต้นปี และในครึ่งปีหลังนี้ยังมีสินค้า **กัญชง-กัญชา** และผลิตภัณฑ์จากใบกระท่อม ซึ่งบริษัทฯ ได้มีการลงนามความร่วมมือทางวิชาการกับ ม.สงขลานครินทร์ และได้ทุนจากภาครัฐในการพัฒนาโครงการ

ผลประกอบการ 1Q21 – เดิมโตได้ดี แม้กิจการ MP ยังติดลบ

บริษัทรายงานกำไร 1Q21 ที่ 19 ล้านบาท เดิมโต 35%YoY และ 300%QoQ ยอดขายเดิมโตเป็น 177 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 82%YoY และ 30%QoQ ซึ่งนอกจากจะได้กำไรส่วนรวมรายได้ของ Modern Pharma (MP) เข้ามา บริษัทฯได้ยอดขายจากผลิตภัณฑ์ที่ลงงบโฆษณาไปอย่างมากใน 4Q20 อย่างตัว “PreBo” (4Q20 ลงงบโฆษณา PreBo ไป 15 ล้านบาท) ซึ่งการลงโฆษณา 1 ชุด จะให้ผลต่อยอดขายต่อเนื่อง 1-3 ไตรมาส อย่างไรก็ตาม MP มีผลขาดทุนใน 1Q21 ราว 4.5 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงผลิตภัณฑ์ ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิหดตัวลงเหลือเพียง 10.6% (ลดลงจาก 14.3% ใน 1Q20)

คาด 2Q21 จะรักษาการเติบโตได้ สวนทางกับเศรษฐกิจในประเทศ

สำหรับแนวโน้ม 2Q21 แม้ว่าจะมีสถานการณ์การระบาดโควิดรอบที่ 3 แต่บริษัทมีช่องทางในการจำหน่ายออนไลน์ช่วยบรรเทาผลกระทบ กอปรกับการออกสินค้าใหม่ที่ได้รับคามนิยมต่อเนื่องมาจาก 1Q21 เรามองว่ายอดขายจะรักษาระดับเดียวกับ 1Q21 ได้ ขณะที่ผลประกอบการจะเริ่มดีขึ้น (ซึ่งจะเติบโต YoY และดีขึ้น QoQ) เพราะว่า ผลขาดทุนจาก MP จะเริ่มลดลง เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงผลิตภัณฑ์ของ MP เริ่มลดลง

สรุปแผนการเพิ่มทุน – เรามองบวกมากกว่าลบ

บริษัทประกาศเพิ่มทุนทั้งหมด 37.67 ล้านหุ้น คิดเป็น 23% ของทุนชำระแล้ว **1)** การเพิ่มทุนให้ผู้อถือหุ้นเดิม (Right offering) 30 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นเพิ่มทุน ที่ราคา 20 บาท (รวม 9.6 ล้านหุ้น) และผู้ที่จองซื้อหุ้นเพิ่มทุนจะได้รับ IP-W1 จำนวน 2 หน่วย ต่อ 1 หุ้นเพิ่มทุน (รวม 19.2 ล้านวอแรนต์) (IP-W1 อายุ 2 ปี ราคาใช้สิทธิ 25 บาท อัตราใช้สิทธิ 1:1)

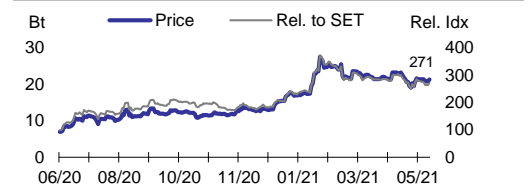
2) การเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป (General Mandate) แบ่งเป็น 2.1) ให้ผู้อถือหุ้นเดิม 10 ล้านหุ้น และ 2.2) บุคคลในวงจำกัด (Private Placement) 28.8 ล้านหุ้น (10% ของทุนชำระแล้ว) ซึ่งผู้บริหารชี้แจงว่าการเพิ่มทุน PP จะให้กับคู่ค้าที่มี synergy แต่ยังไม่สามารถเปิดเผยรายละเอียดได้

ความเห็นของเรา: การเพิ่มทุน RO จะทำให้บริษัทได้เงินราว 192 ล้านบาท เพียงพอสำหรับการซื้อโรงงานยา จากเทวาในราคา 160 ล้านบาท ซึ่งบริษัทได้ทรัพย์สินมาในราคาที่ไม่แพง เมื่อพิจารณาจาก Replacement value ในมุมมองผู้อถือหุ้นเรามองว่า Price dilution จะจำกัด เพราะอัตราการเพิ่มทุนนั้นไม่มาก (เพียง 30:1) และราคาเพิ่มทุนที่ 20 บาท ส่วนลดจากราคาหุ้นไม่มาก เรารวมรายได้จาก เทวา เข้าในประมาณการกำไรปี 2021 (1 ไตรมาส) และ 2022 (เต็มปี) พบว่าประมาณการกำไรของบริษัทปรับขึ้น 2% และ 6.7% ตามลำดับ ดังนั้นจึงมองว่าราคาเป้าหมายไม่มี dilution เกิดขึ้น ขณะที่อภิไชต์จะเห็นอย่างมีนัยยะในปี 2022 เป็นต้นไป

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 24.00 บาท
ราคา (04/06/64): 21.30 บาท

Price chart



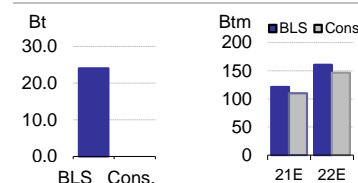
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.4)	(15.6)	177.5
Absolute	(5.3)	(11.3)	189.8

Key statistics

Market cap	Bt6.1bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt6.8/Bt28.5	
12-mth avg daily volume	Bt40m	USD1.3m
# of shares (m)	288	
Est. free float (%)	49.3	
Foreign limit (%)	49.0	

BLS Target price vs. Consensus

Consensus Earning



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2020	2021E	2022E	2023E
Revenues (Btm)	442	792	998	1,189
Net profit (Btm)	54	123	172	218
EPS (Bt)	0.26	0.41	0.58	0.73
EPS growth (%)	+23.7%	+58.6%	+39.3%	+26.7%
Core profit (Btm)	54	123	172	218
Core EPS (Bt)	0.26	0.38	0.53	0.67
Core EPS growth (%)	+24.1%	+44.5%	+39.3%	+26.7%
PER (x)	81.6	51.4	36.9	29.1
PBV (x)	9.0	8.3	7.5	6.6
Dividend (Bt)	0.00	0.21	0.29	0.37
Dividend yield (%)	0.0	1.0	1.4	1.7
ROE (%)	11.6	20.3	21.8	24.6

CG/Anti-Corruption



วิกิจ ธีรวรรณรัตน์,
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
ปัจจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th +662 618 1336

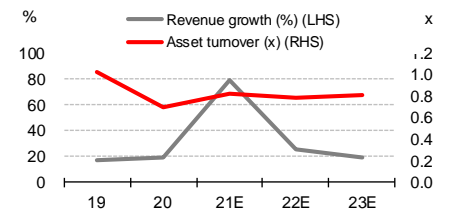
ธนเศรษฐ์ พจน์เกษมสิน
ผู้จัดการกองทุน / นักวิเคราะห์การลงทุน
ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
Tanasead.poj@bualuang.co.th+662 618 1333

See disclaimer at the end of report

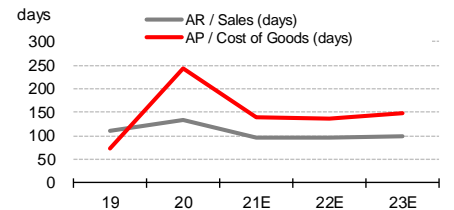
IP: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	371	442	792	998	1,189
Cost of sales and services	(157)	(181)	(396)	(501)	(578)
Gross profit	214	261	396	498	610
SG&A	(157)	(187)	(231)	(268)	(322)
EBIT	57	74	165	229	289
Interest expense	(1)	(1)	(6)	(8)	(8)
Other income/exp.	5	5	6	6	7
EBT	61	77	164	227	287
Corporate tax	(14)	(17)	(33)	(45)	(57)
After-tax net profit (loss)	47	61	131	182	230
Minority interest	(4)	(7)	(8)	(10)	(12)
Equity earnings from affiliates	(0)	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	43	54	123	172	218
Reported EPS	0.21	0.26	0.41	0.58	0.73
Fully diluted EPS	0.21	0.26	0.38	0.53	0.67
Core net profit	43	54	123	172	218
Core EPS	0.21	0.26	0.38	0.53	0.67
EBITDA	59	78	174	245	305
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	17.2	19.1	79.2	26.0	19.0
Gross margin (%)	57.6	59.0	50.0	49.9	51.4
EBITDA margin (%)	15.9	17.7	22.0	24.6	25.6
Operating margin (%)	15.4	16.7	20.8	23.0	24.3
Net margin (%)	11.7	12.2	15.6	17.2	18.3
Core profit margin (%)	11.7	12.2	15.6	17.2	18.3
ROA (%)	12.1	8.5	12.9	13.5	14.8
ROCE (%)	14.5	9.8	16.2	17.7	19.9
Asset turnover (x)	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
Current ratio (x)	9.0	2.6	2.1	2.3	2.3
Gearing ratio (x)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	97.1	64.7	27.5	28.7	36.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	343	152	286	417	510
Accounts receivable	112	160	208	260	325
Inventory	50	103	126	157	196
PP&E-net	10	234	404	398	392
Other assets	12	101	147	147	147
Total assets	526	750	1,170	1,378	1,569
Accounts payable	31	120	150	188	235
ST debts & current portion	9	27	30	30	30
Long-term debt	4	102	111	162	162
Other liabilities	16	13	116	149	182
Total liabilities	60	262	408	528	608
Paid-up capital	103	103	149	149	149
Share premium	287	287	474	474	474
Retained earnings	44	59	121	207	316
Shareholders' equity	456	471	744	830	939
Minority interests	10	17	18	20	22
Total Liab.&Shareholders' equity	526	750	1,170	1,378	1,569
CASH FLOW (Btm)					
Net income	43	54	123	172	218
Depreciation and amortization	2	4	9	16	16
Change in working capital	(18)	(75)	(71)	(83)	(104)
FX, non-cash adjustment & others	(22)	6	35	48	59
Cash flows from operating activities	5	(10)	97	152	189
Capex (Invest)/Divest	(1)	(254)	(180)	(10)	(10)
Others	(2)	(2)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(2)	(256)	(180)	(10)	(10)
Debt financing (repayment)	(2)	108	20	0	0
Equity financing	0	0	192	0	0
Dividend payment	(12)	(38)	(5)	(62)	(86)
Others	322	(1)	9	50	0
Cash flows from financing activities	308	70	217	(11)	(86)
Net change in cash	310	(197)	134	131	93
Free cash flow (Btm)	4	(264)	(83)	142	179
FCF per share (Bt)	0.0	(1.3)	(0.3)	0.5	0.6

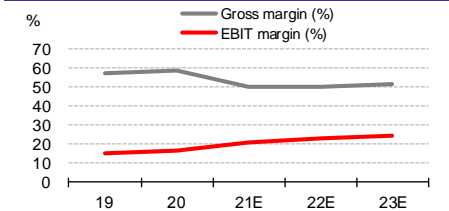
Revenue growth and asset turnover



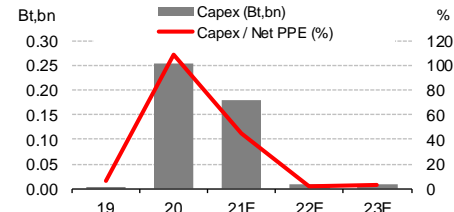
A/C receivable & A/C payable days



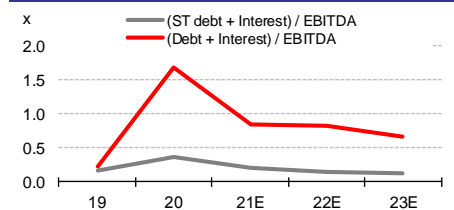
Profit margins



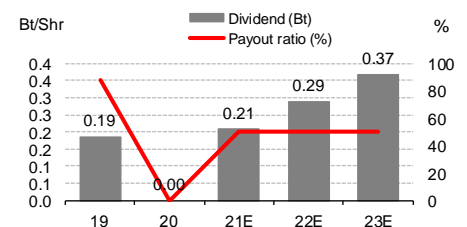
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



IP: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Revenue	97	101	109	135	177
Cost of sales and services	(36)	(40)	(44)	(62)	(90)
Gross profit	61	61	65	74	86
SG&A	(44)	(37)	(42)	(64)	(59)
EBIT	18	23	24	9	28
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
Other income/exp.	2	1	2	1	1
EBT	19	24	25	10	28
Corporate tax	(4)	(5)	(5)	(3)	(7)
After-tax net profit (loss)	15	19	20	7	21
Minority interest	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
Equity earnings from affiliates	(0)	(0)	(0)	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	14	17	18	5	19
Reported EPS	0.07	0.08	0.09	0.02	0.09
Fully diluted EPS	0.07	0.08	0.09	0.02	0.09
Core net profit	14	17	18	5	19
Core EPS	0.07	0.08	0.09	0.02	0.09
EBITDA	18	24	24	12	32

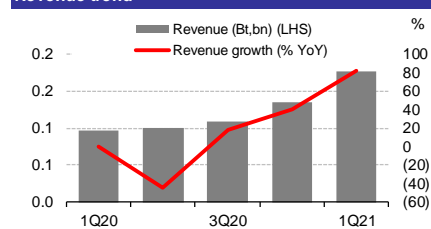
KEY RATIOS

Gross margin (%)	63.2	60.1	60.1	54.3	49.0
EBITDA margin (%)	18.7	23.6	22.4	8.7	18.0
Operating margin (%)	18.0	22.9	21.9	6.8	15.7
Net margin (%)	14.3	16.8	16.9	3.5	10.6
Core profit margin (%)	14.3	16.8	16.9	3.5	10.6
BV (Bt)	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5
ROE (%)	11.8	15.1	15.8	4.0	15.3
ROA (%)	10.1	12.5	13.1	2.5	9.1
Current ratio (x)	3.0	3.0	3.1	2.3	2.2
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3
Interest coverage (x)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1

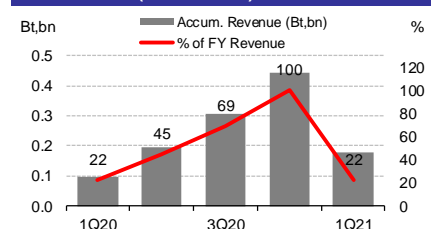
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	357	320	319	152	113
Accounts receivable	120	139	163	160	219
Inventory	46	55	54	103	111
PP&E-net	9	9	15	234	248
Other assets	17	18	12	101	129
Total assets	549	540	563	750	820
Accounts payable	39	49	56	120	151
ST debts & current portion	11	11	11	27	42
Long-term debt	8	8	8	102	99
Other liabilities	12	11	8	13	21
Total liabilities	69	79	82	262	312
Paid-up capital	103	103	103	103	103
Share premium	287	287	287	287	287
Retained earnings	58	36	55	59	78
Shareholders equity	470	448	466	471	489
Minority interests	11	12	14	17	18
Total Liab.&Shareholders' equity	549	540	563	750	820

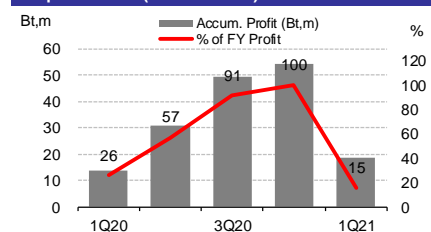
Revenue trend



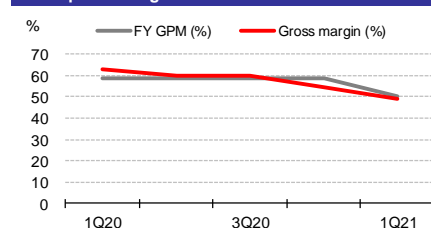
Revenue trend (accumulated)



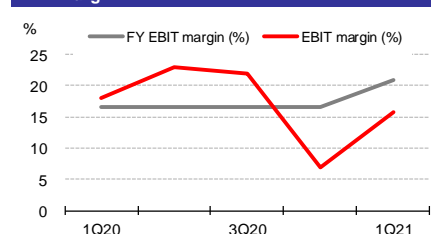
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

บริษัท อินเดอร์ ฟาร์มา จำกัด (มหาชน) "IP" และบริษัทย่อยดำเนินธุรกิจด้านการพัฒนา คัดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพ และนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยงและปศุสัตว์ โดยผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ดังนี้ 1) ผลิตภัณฑ์รักษาสุขภาพและชะลอวัย 2) ผลิตภัณฑ์นวัตกรรมความงาม 3) ผลิตภัณฑ์ดูแลและส่งเสริมสุขภาพของสัตว์เลี้ยง 4) ผลิตภัณฑ์สำหรับปศุสัตว์

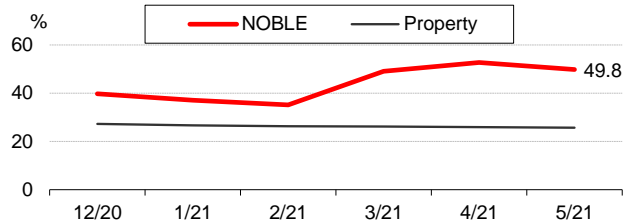
ความเสี่ยง

- ความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงกระแสความนิยมของผู้บริโภค และการคาดการณ์อุปสงค์ของผลิตภัณฑ์ที่ตลาดเคลื่อนไหว
- ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของรายได้จากผลิตภัณฑ์หลัก
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับจ้างผลิตภายนอก
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้กระจายสินค้ารายใหญ่
- ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงเหลือ
- ความเสี่ยงจากความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์
- ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎหมาย กฎระเบียบ กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ
- ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์สุขภาพและความงาม

Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Asian Phytoceuticals	APCO TB	THB3.80	73	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mega Lifesciences	MEGA TB	THB35.00	980	20.8	18.4	12.1	9.6	4.0	3.6	22.7	22.2	2.7	3.0
Inter Pharma	IP TB	THB21.30	197	50.6	38.2	60.6	32.5	10.8	9.4	23.7	27.2	1.0	1.3
Simple average				35.7	28.3	36.4	21.0	7.4	6.5	23.2	24.7	1.9	2.1

Foreign holding



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	TKN	TOP	WHA	ESSO
CKP	STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CPF	CPN	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

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range



No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
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.