

Power Solution Technologies

PSTC TB / PSTCm.BK

24 มิถุนายน 2564

โชติช่วงชัชวาล

PSTC ดำเนินธุรกิจ Solution ด้านพลังงานที่ "ขาดไม่ได้" ในการเชื่อมโยงอุตสาหกรรมพลังงาน Upstream กับกิจการที่เกี่ยวข้อง ไปจนถึงลูกค้าปลายทางของห่วงโซ่อุปทาน และพัฒนาการ (Development) จากนี้ไป ยิ่งทำให้เรามั่นใจว่า การเริ่มต้นแนะนำซื้อ จะมี Upside ประมาณ 70% จากราคาเหมาะสมพื้นฐาน 4.80 บาท

Development# 1 ธุรกิจก๊าซ LPG ที่มาร์จิ้นต่ำเริ่มลดบทบาทลง และเปลี่ยนเป็นธุรกิจจำหน่าย LNG ที่มาร์จิ้นสูงกว่า 3 เท่า เข้ามาแทนที่ นอกจากมาร์จิ้นที่สูงแล้ว ตลาด LNG ยังมีโอกาสในการเติบโตอีกมาก เนื่องด้วย penetration rate ในปัจจุบันที่ยังน้อยกว่า 1% LNG เป็นพลังงานสะอาด ที่ลูกค้าโรงงานอุตสาหกรรม ต้องเปลี่ยนมาทดแทนน้ำมันเตา ตาม Mega trend "De-carbonization" แคมเปญอุตสาหกรรมประหยัดต้นทุนเชื้อเพลิงเมื่อ LNG ให้ค่าความร้อนที่สมบูรณ์กว่า

Development# 2 โครงการท่อส่งน้ำมันในภาคตะวันออกเฉียงเหนือจะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ซึ่งจะหนุนกำไรปีหน้าให้เติบโตอีกมากกว่า 57%

การเติบโตอย่างรวดเร็ว จากธุรกิจ LNG

ในปี 2020 บริษัทประสบกับยอดขาย LPG ที่ลดลงจากการระบาดของโควิด-19 ประกอบการธุรกิจ LPG ในประเทศที่อยู่ในสถานะที่เติบโตต่ำ แต่บริษัทมีธุรกิจ LNG ซึ่งเป็นธุรกิจใหม่เข้ามารองรับเป็นที่เรียบร้อย โดยที่บริษัทได้รับการแต่งตั้งจาก PTT ให้เป็นตัวแทนจำหน่าย LNG โดยมีสัญญา 10+10 ปี โดยกลุ่มลูกค้าของบริษัทคือ โรงไฟฟ้าที่ขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) และยานยนต์ที่ขับเคลื่อนด้วย LNG บริษัทเป็นผู้ประกอบการรายแรกในตลาด LNG ส่งผลให้บริษัทได้รับสัญญารายยาวกับบริษัท ซึ่งบริษัทอาศัยจุดแข็งด้วยฐานธุรกิจ LPG เดิม ซึ่งเสนอบริการที่ครอบคลุมทั้ง LPG และ LNG

ปัจจุบันสภาพตลาด LNG ในประเทศไทยนั้นมีการใช้งาน LNG รว 1 ล้าน mmbtu ในปี 2020 ขณะที่การใช้งานเชื้อเพลิงประเภทอื่น (CNG LPG fuel oil) มีการใช้งานถึง 130 ล้าน mmbtu จึงเห็นได้ว่าตลาดของ LNG นั้นยังมีโอกาสสำหรับการเติบโตอีกมาก และ LNG ยังเป็นเชื้อเพลิงสะอาดที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม ดังนั้นเรามองว่าจะยังมีอุปสงค์เข้ามาอย่างต่อเนื่อง นอกจากธุรกิจ LNG จะมีโอกาสในการเติบโตที่สูงแล้ว ยังมีมาร์จิ้นที่ดีกว่าธุรกิจ LPG เดิมราว 3 เท่าอีกด้วย

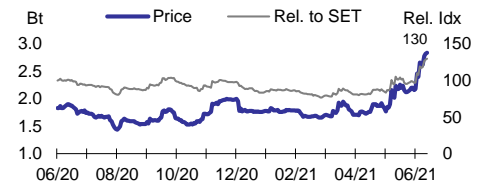
โครงการท่อส่งน้ำมันขุมสร้างมานานกำลังจะเก็บเกี่ยวกำไรในปีนี้

ใน 4Q21 นี้ โครงการท่อส่งน้ำมันเส้นทางภาคตะวันออกเฉียงเหนือ (TPN) ระยะทาง 342 กม. จะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (หนุนกำไรระยะยาว โดยเฉพาะ NAV โครงการนี้เราประเมินได้ราคาที่สูงกว่าราคาหุ้น PSTC ปัจจุบันแล้ว) โครงการนี้เป็นท่อส่งน้ำมันที่ต่อเนื่องจากท่อส่งน้ำมันของ Thapline ที่สิ้นสุดที่สระบุรี ต่อไปถึงขอนแก่น มี capacity ในการส่งน้ำมันได้ถึง 5.4 พันล้านลิตร/ปี เราคาดว่าทันทีที่เปิดดำเนินการในปีแรกจะมีการใช้งานราว 50% เข้ามาทันที เพราะมีอุปสงค์ของลูกค้าเดิมของ Thapline ที่ต้องการส่งน้ำมันไปยังภาคตะวันออกเฉียงเหนือรออยู่แล้ว

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 4.80 บาท
ราคา (23/06/64): 2.84 บาท

Price chart

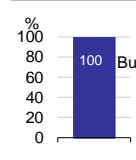


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	39.1	67.7	23.3
Absolute	40.6	69.0	42.7

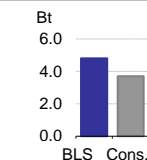
Key statistics

Market cap	Bt6.7bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt1.4/Bt2.8	
12-mth avg daily volume	Bt32m	USD1.0m
# of shares (m)	2,372	
Est. free float (%)	55.6	
Foreign limit (%)	49.0	

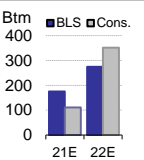
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



Consensus rating



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2020	2021E	2022E	2023E
Revenues (Btm)	2,636	3,540	3,840	4,340
Net profit (Btm)	(1,017)	175	275	335
EPS (Bt)	(0.43)	0.07	0.12	0.14
EPS grow th (%)	n.m.	n.m.	+57.0%	+22.2%
Core profit (Btm)	3	175	275	335
Core EPS (Bt)	0.00	0.07	0.12	0.14
Core EPS grow th (%)	n.m.	+5,503%	+57.0%	+22.2%
PER (x)	n.m.	38.5	24.5	20.1
PBV (x)	0.8	1.1	1.1	1.1
Dividend (Bt)	0.00	0.01	0.05	0.06
Dividend yield (%)	0.0	0.5	1.6	2.0
ROE (%)	(16.1)	3.0	4.6	5.4

CG/Anti-Corruption



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

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

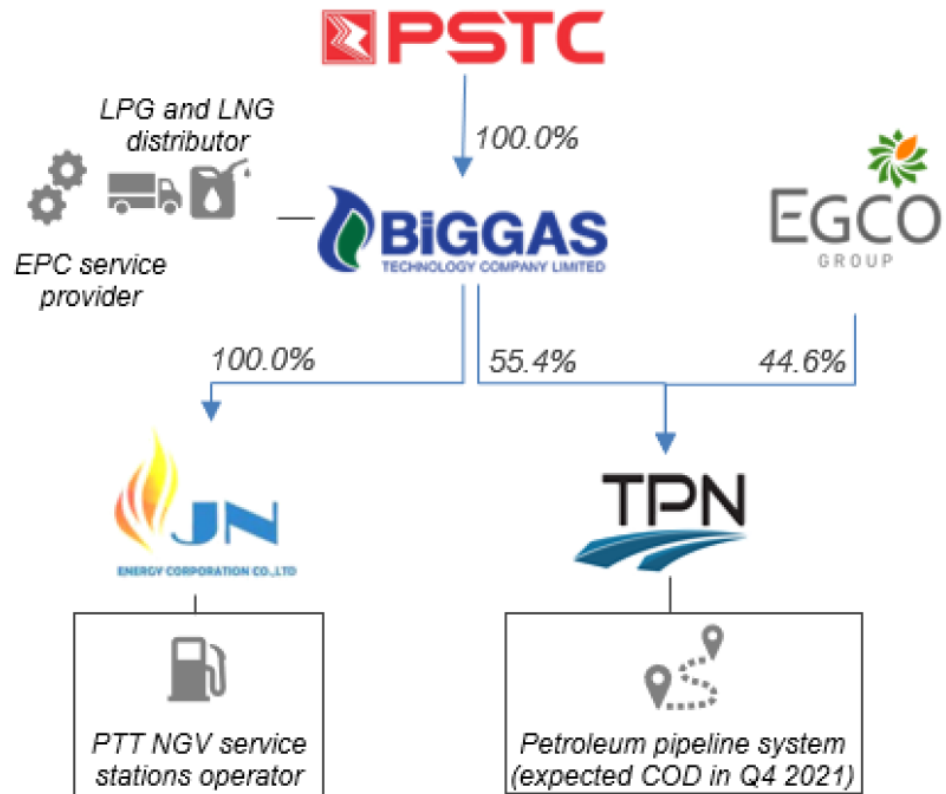
See disclaimer at the end of report

และที่สำคัญการส่งน้ำมันผ่านท่อนั้นประหยัดกว่าการส่งทางรถยนต์ถึง 20% และยังมีความสะดวกในแง่ operation มากกว่า นอกจากนี้ยังมีโอกาสที่ปริมาณการขนส่งจะเพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาดจากอุปสงค์จากลาว ซึ่งคาดว่าจะเห็นการเติบโตราว 6%/ปี สูงกว่าการเติบโตของ GDP ประเทศไทย

คาดการณ์เติบโตสูงอีกครั้ง

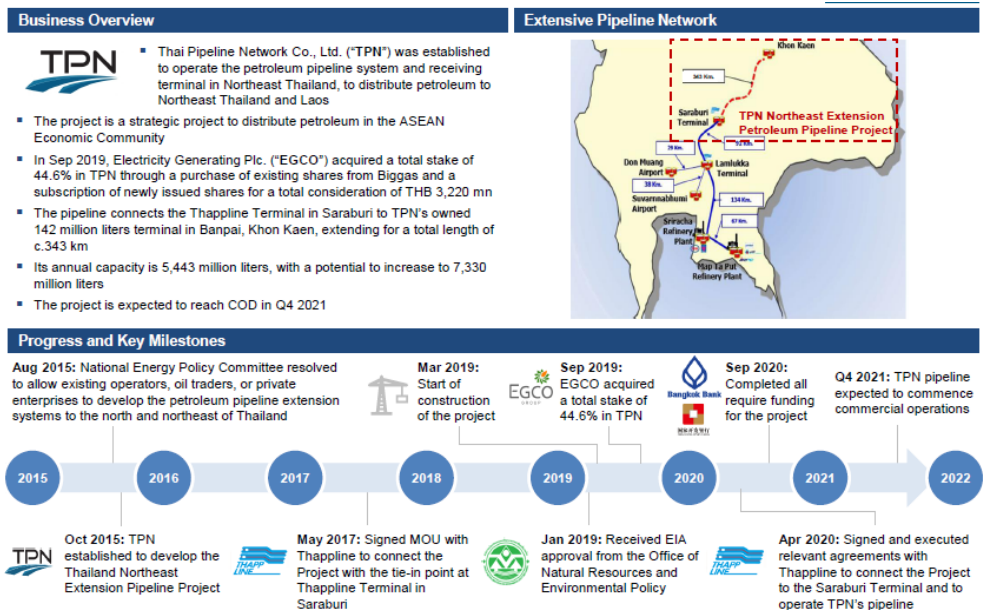
เราคาดการณ์ปี 2021-22 ที่ 175 – 275 ล้านบาท พลิกจากที่ขาดทุนในปี 2020 นอกจากการพลิกโฉมธุรกิจจาก LPG เป็น LNG ที่ทำให้บริษัทเห็นการเติบโตทั้งรายได้และมาร์จิ้นแล้ว การเปิดดำเนินงานโครงการท่อส่งน้ำมัน (TPN) ยังเป็นปัจจัยหนุนให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นอีกกว่า 57% ในปี 2022 เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี Sum-of-the-parts ได้ 4.80 บาท/หุ้น โดย NPV จากธุรกิจท่อส่งน้ำมันได้ 3.60 บาท/หุ้น และธุรกิจก๊าซ LNG และ EPC ได้ 1.20 บาท/หุ้น อิง PEG 1 เท่า บนอัตราการเติบโตเฉลี่ย 20% CAGR (เฉพาะส่วนธุรกิจก๊าซ LNG และ EPC)

Figure 1 : Company holding structure



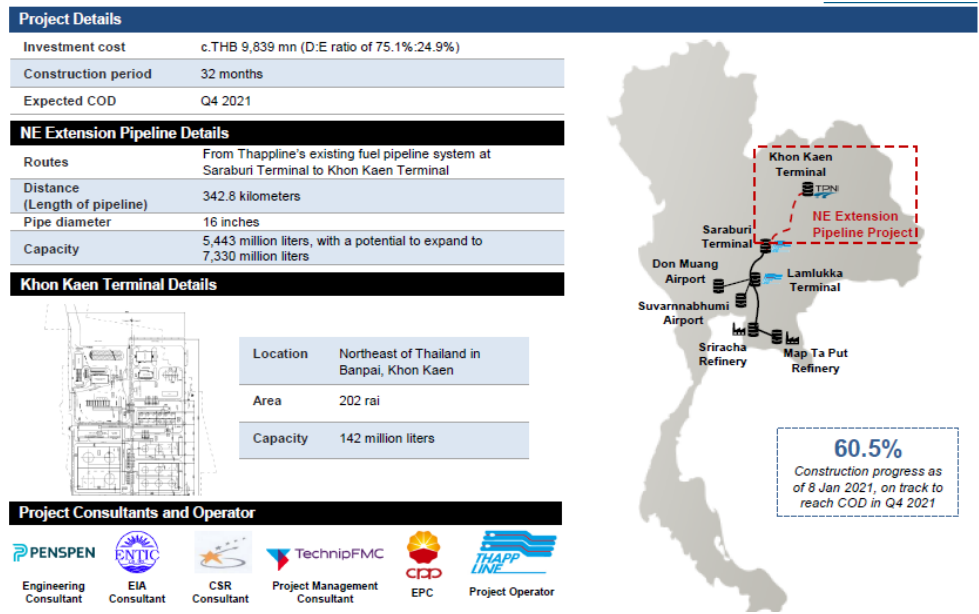
Sources: Company data

Figure 2 : Overview of Thai Pipeline Network Co., Ltd.



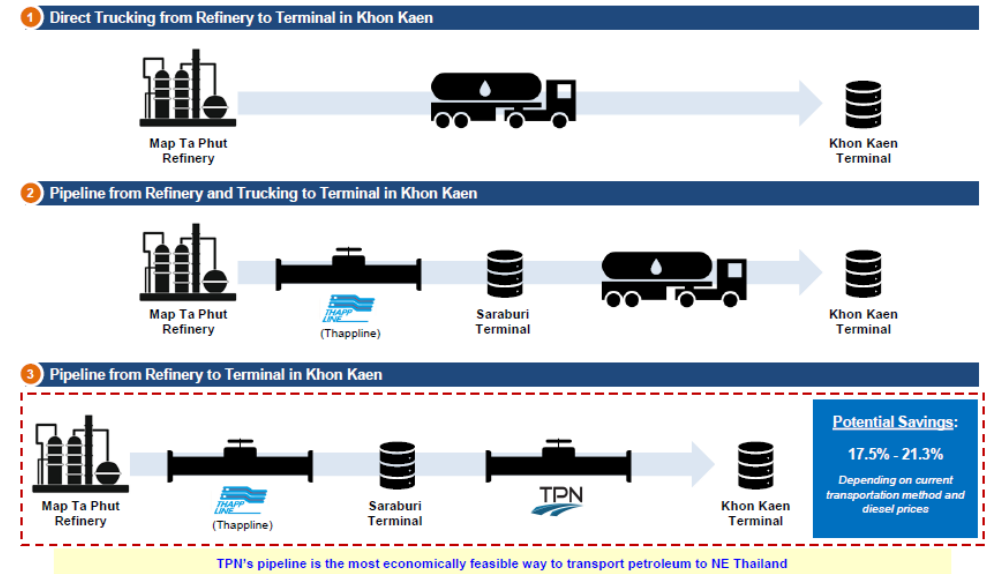
Sources: Company data

Figure 3 : TPN Pipeline on Track to Reach COD in Q4 2021



Sources: Company data

Figure 4 : TPN's Pipeline is the Most Economically Feasible Method of Transport

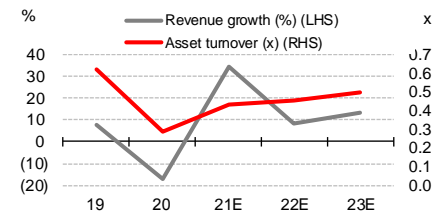


Sources: Company data

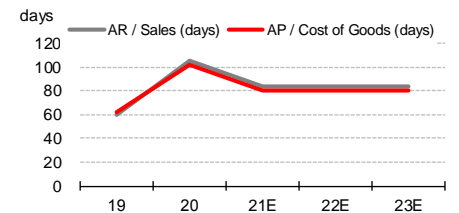
PSTC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	3,172	2,636	3,540	3,840	4,340
Cost of sales and services	(2,751)	(2,312)	(3,072)	(3,336)	(3,762)
Gross profit	421	324	468	504	579
SG&A	(251)	(227)	(241)	(254)	(268)
EBIT	170	97	227	250	310
Interest expense	(126)	(112)	(119)	(125)	(131)
Other income/exp.	40	37	80	40	40
EBT	83	23	189	166	220
Corporate tax	(261)	(18)	(38)	(33)	(44)
After-tax net profit (loss)	(178)	4	151	133	176
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	(1)	24	142	160
Extra items	3,310	(1,020)	0	0	0
Net profit (loss)	3,133	(1,017)	175	275	335
Reported EPS	0.26	(0.43)	0.07	0.12	0.14
Fully diluted EPS	0.26	(0.43)	0.07	0.12	0.14
Core net profit	(178)	3	175	275	335
Core EPS	(0.01)	0.00	0.07	0.12	0.14
EBITDA	282	201	331	352	409
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	7.7	(16.9)	34.3	8.5	13.0
Gross margin (%)	13.3	12.3	13.2	13.1	13.3
EBITDA margin (%)	8.9	7.6	9.3	9.2	9.4
Operating margin (%)	5.4	3.7	6.4	6.5	7.2
Net margin (%)	98.8	(38.6)	4.9	7.2	7.7
Core profit margin (%)	(5.6)	0.1	4.9	7.2	7.7
ROA (%)	61.2	(11.0)	2.1	3.3	3.9
ROCE (%)	70.2	(12.5)	2.4	3.7	4.4
Asset turnover (x)	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5
Current ratio (x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	1.3	0.9	1.9	2.0	2.4
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	146	149	209	368	478
Accounts receivable	516	756	814	883	998
Inventory	150	92	123	133	150
PP&E-net	3,067	2,384	2,331	2,279	2,230
Other assets	6,358	4,819	4,807	4,875	5,011
Total assets	10,237	8,200	8,284	8,539	8,868
Accounts payable	466	646	676	734	828
ST debts & current portion	1,347	1,077	953	963	973
Long-term debt	682	482	501	522	546
Other liabilities	841	244	246	247	248
Total liabilities	3,336	2,448	2,376	2,466	2,594
Paid-up capital	1,186	1,186	1,186	1,186	1,186
Share premium	6,056	6,056	6,056	6,056	6,056
Retained earnings	3,114	1,990	2,130	2,295	2,496
Shareholders equity	6,896	5,753	5,910	6,075	6,276
Minority interests	4	(2)	(2)	(2)	(2)
Total Liab.&Shareholders' equity	10,237	8,200	8,284	8,539	8,868
CASH FLOW (Btm)					
Net income	3,133	(1,017)	175	275	335
Depreciation and amortization	112	104	104	101	99
Change in working capital	(89)	(113)	(89)	(80)	(132)
FX, non-cash adjustment & others	(2,541)	901	6	(84)	(66)
Cash flows from operating activities	615	(125)	196	213	236
Capex (Invest)/Divest	1,236	1,092	(50)	(50)	(50)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	1,236	1,092	(50)	(50)	(50)
Debt financing (repayment)	375	(528)	13	10	10
Equity financing	(68)	(99)	0	0	0
Dividend payment	(124)	(119)	(119)	(35)	(110)
Others	(422)	(206)	19	21	23
Cash flows from financing activities	(239)	(951)	(86)	(4)	(76)
Net change in cash	1,611	15	60	159	110
Free cash flow (Btm)	1,851	967	146	163	186
FCF per share (Bt)	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1

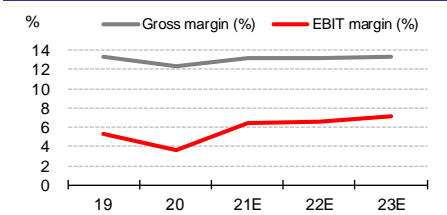
Revenue growth and asset turnover



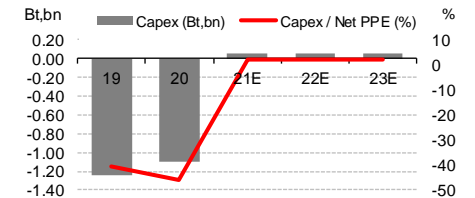
A/C receivable & A/C payable days



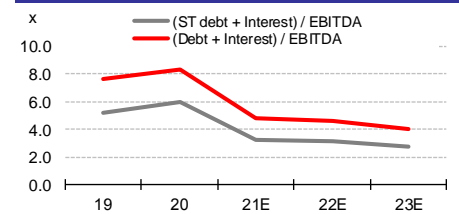
Profit margins



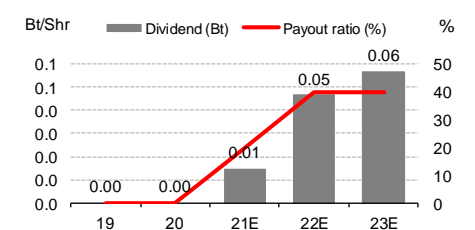
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PSTC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Revenue	583	537	625	891	638
Cost of sales and services	(503)	(485)	(541)	(783)	(552)
Gross profit	80	52	84	108	86
SG&A	(43)	(103)	(42)	(39)	(42)
EBIT	37	(50)	42	69	44
Interest expense	(31)	(31)	(29)	(21)	(19)
Other income/exp.	1	5	10	21	37
EBT	7	(76)	23	69	62
Corporate tax	(2)	2	(6)	(12)	(8)
After-tax net profit (loss)	5	(74)	16	57	54
Minority interest	0	11	0	(11)	0
Equity earnings from affiliates	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
Extra items	(0)	(1,022)	0	2	0
Net profit (loss)	5	(1,086)	16	47	53
Reported EPS	0.00	(0.46)	0.01	0.02	0.02
Fully diluted EPS	0.00	(0.46)	0.01	0.02	0.02
Core net profit	5	(63)	16	45	53
Core EPS	0.00	(0.03)	0.01	0.02	0.02
EBITDA	65	(20)	65	90	65

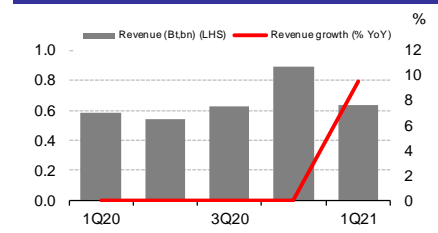
KEY RATIOS

Gross margin (%)	13.7	9.8	13.4	12.1	13.5
EBITDA margin (%)	11.2	(3.6)	10.4	10.1	10.1
Operating margin (%)	6.4	(9.4)	6.7	7.7	6.8
Net margin (%)	0.9	(202.1)	2.6	5.3	8.3
Core profit margin (%)	0.9	(11.8)	2.6	5.0	8.3
BV (Bt)	0.6	2.4	2.4	2.4	2.5
ROE (%)	0.3	(76.2)	1.1	3.3	3.6
ROA (%)	0.2	(47.3)	0.7	2.3	2.5
Current ratio (x)	3.1	2.7	2.7	2.9	2.5
Gearing ratio (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
Interest coverage (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

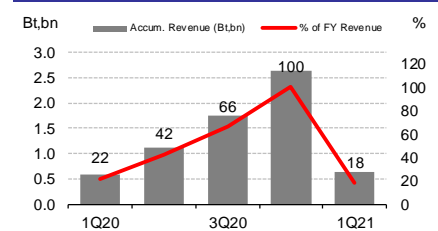
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	101	62	853	149	154
Accounts receivable	649	582	409	756	954
Inventory	150	114	104	92	67
PP&E-net	3,134	2,349	2,349	2,384	2,733
Other assets	6,185	6,064	4,938	4,819	4,608
Total assets	10,219	9,171	8,653	8,200	8,517
Accounts payable	473	495	791	646	899
ST debts & current portion	1,176	1,370	864	1,077	967
Long-term debt	1,093	951	927	482	421
Other liabilities	569	661	360	244	398
Total liabilities	3,311	3,477	2,942	2,448	2,685
Paid-up capital	1,186	1,186	1,186	1,186	1,186
Share premium	6,056	6,056	6,056	6,056	6,056
Retained earnings	3,119	1,915	1,931	1,990	2,023
Shareholders equity	6,901	5,697	5,713	5,753	5,828
Minority interests	7	(3)	(2)	(2)	4
Total Liab.&Shareholders' equity	10,219	9,171	8,653	8,200	8,517

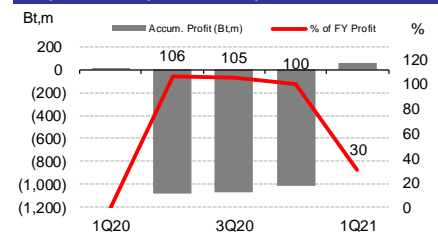
Revenue trend



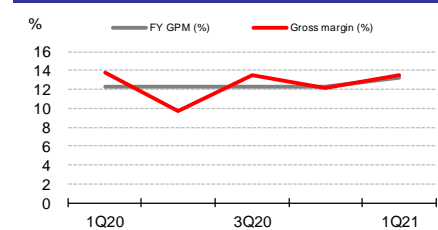
Revenue trend (accumulated)



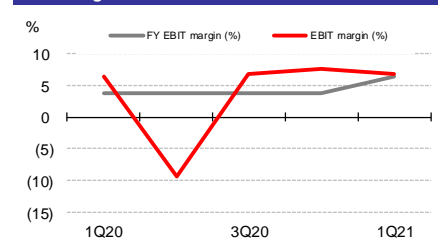
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) (“บริษัทฯ”) ธุรกิจหลักของบริษัทฯคือการจำหน่ายและติดตั้งระบบไฟฟ้าควบคุมและระบบสำรองไฟฟ้าทุกชนิด การก่อสร้างโรงไฟฟ้า และการผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ให้กับภาครัฐ นอกจากนี้บริษัทถือหุ้น 100% ใน บริษัท บิ๊กแก๊ส เทคโนโลยี จำกัด ซึ่งเป็นผู้ให้บริการและจัดจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ และยังถือหุ้น 55.4% ในบริษัท ไทยไปป์ไลน์ เน็ตเวิร์ค จำกัด ซึ่งดำเนินท่อส่งน้ำมันเส้นทางภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ระยะทาง 342 กม.

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	AEOANTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGOO	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	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	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.