投資戦略ウィークリー
“Bad News も高まる決算への期待！”

リサーチ部　庵原 浩樹　増渕 透吾
DID:03-3666-2101（内線 244）
E-mail: hiroki.ihara@phillip.co.jp

フィリップ証券株式会社
2019 年 1 月 28 日号(2019/1/25 作成)

Report type: ウィークリーストラテジー

（出所：Bloombergをもとにフィリップ証券作成）

■“Bad News も高まる決算への期待！”

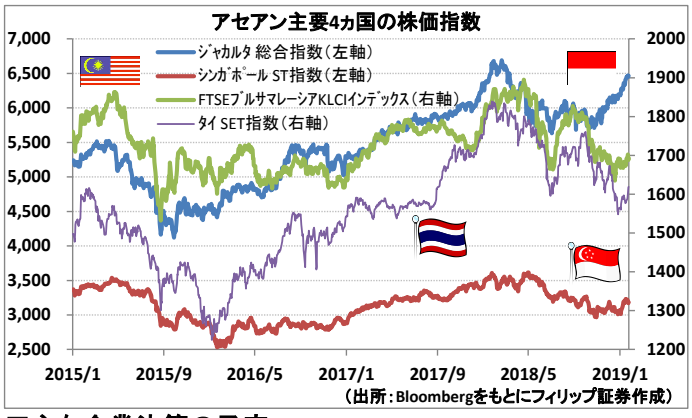
➢ 1/23の引け後に10-12月期決算を発表したロジック半導体メーカーの**ザイリンクス（XLNX）**、アナログ半導体最大手の**テキサス・インスツルメンツ（TXN）**、エッチングの半導体製造装置最大手の**ラムリサーチ（LRCX）**の EPS が軒並み市場予想を上回り、1/24の株価はそれぞれ前日比16.91%高、同13.79%高、同6.91%高となった。1/24の SOX 指数は前日比5.73%上昇し、半導体製造装置世界トップの**アプライド・マテリアルズ（AMAT）**は同10.23%高となった。

1/24の国内市場でも**ニコン（7731）**が同6.71%高、**アドバンテスト（6857）**6.15%高、**SCREEN・HD（7735）**5.94%高、**SUMCO（3436）**5.02%高、**東京エレクトロン（8035）**4.54%高など半導体製造装置株が相次いで大幅に上昇。ただ、1/24の取引終了後、**インテル（INTC）**が決算を発表し、2018/12期4Q（10-12月）の EPS が市場予想を上回ったものの、売上高が市場予想を下回った。また、2019/12期1Q（1-3月）は、売上高が約160億ドル（市場予想173億ドル）、EPS は0.81ドル（同0.96ドル）と予想を下振れ、時間外で同社株価は一時8%程の下落となり、1/25の日本株の動向が懸念された。

➢ しかし、1/25の日経平均は小幅高で寄り付きその後、上昇幅を広げ堅調な展開となっている。前述の半導体関連の他、**太陽誘電（6976）**、**ミネベアミツミ（6479）**など電子部品関連などが引き続き買われる展開である（1/25、11時現在）。昨年10月以降の世界的な下げ相場のなか、下落率の大きかったハイテク株が決算を機に買い戻される展開となっている。市場参加者は、**インテル**の業績動向よりも、今後の決算発表への期待を高めているようだ。

1/24、ロス商務長官は CNBC の TV インタビューで、「米中は解決から何マイルも離れている」、「貿易というのは非常に複雑だ。極めて多くの問題がある」と述べた。一方で、同日の Bloomberg の TV インタビューで米中通商交渉について、貿易戦争の終結を強く願っているが、結末がどうなるかは中国が経済改革を深化させ、市場を一段と開放するかどうかにかかっているとの認識を示した。また、「来週（1/30-31）の協議で米中間の問題が全て解決すると考えるべきではない。あまりに複雑な議題だ」と指摘。一方で、「中国は取引したいだろうし、われわれも取引したいと考えている。だが、双方が納得できる取引でなければならない」とも語った。その上で、最終的に「取引が成立する可能性は大いにある」と述べている。一部政府閉鎖問題の長期化を含め問題は山積しているが、1/29-30の FOMC 後のパウエル FRB 議長の会見、日米主力企業の決算発表を機に、日本株は上昇基調を強める展開もあると見ている。半導体、電子部品などハイテク株の他、建機など中国関連株の動向にも注目したい。（庵原）

➢ 1/28号では、**ヒューリック（3003）**、**ISID（4812）**、**ブリヂストン（5108）**、**東京製鐵（5423）**、**日本電産（6594）**、**東テク（9960）**を取り上げた。



（出所：Bloombergをもとにフィリップ証券作成）

■主な企業決算の予定

●1 月 28 日（月）：松井証券、JSR、岩井コスモ HD、タカラレーベン、ルネサンス、日本鋳鉄管、**日本航空電子工業**、東光高岳、**信越ポリマー**、ハマキョウレックス、オリックス、コーエーテクモ HD、**キャタピラー**
●1 月 29 日（火）：**日本取引所 G**、SMK、**大和証券 G 本社**、栄研化学、日本車輌製造、西部瓦斯、ナガワ、**信越化学工業**、**ANA・HD**、タツタ電線、ミスミ G 本社、積水樹脂、平和不動産、ハーレーダビッドソン、**ファイザー**、ベライゾン・コミュニケーションズ、3M、**AMD**、アムジェン、イーベイ、**KLA テンコール**、**アップル**
●1 月 30 日（水）：ツガミ、東海東京 F・HD、ヒューリック、岡三証券 G、大正製薬 HD、積水化学工業、いちよし証券、丸三証券、水戸証券、日本軽金属 HD、藍澤證券、**アドバンテスト**、**日立建機**、**日本電気**、**キヤノン**、MonotaRO、アンリツ、シャープ、フォスター電機、**東海旅客鉄道**、**東日本旅客鉄道**、日本 M&A センター、野村総合研究所、**タカラバイオ**、大同特殊鋼、ヤマト HD、三井住友トラスト・HD、山陽特殊製鋼、**西日本旅客鉄道**、東洋機械金属、タケエイ、三越伊勢丹 HD、**TDK**、マキタ、スタンレー電気、バルカー、サイバーエージェント、オムロン、宝 HD、**オリエンタルランド**、**SCREEN・HD**、AGS、東洋証券、ディスコ、日本特殊陶業、東京電力 HD、**東京エレクトロン**、マクドナルド、AT&T、**ボーイング**、クアルコム、**ビザ**、**マイクロソフト**、**フェイスブック**
●1 月 31 日（木）：川崎汽船、川崎重工業、マネックス G、トクヤマ、東洋水産、日本セボン、アステラス製薬、商船三井、アイ・アールジャパン HD、第一三共、日本ハム、LIXIL グループ、東芝プラントシステム、日本通運、三菱倉庫、住友林業、NS ユナイテッド海運、飯野海運、東京瓦斯、ヤクルト本社、**日本郵船**、月島機械、**野村 HD**、日野自動車、山洋電気、**小松製作所**、KDDI、日清製粉 G 本社、ZOZO、TOTO、日本碍子、オークマ、**村田製作所**、カシオ計算機、コナミ HD、日立物流、明星工業、日本調剤、リタベウェディング、コーセー、大紀アルミニウム工業所、東邦チタニウム、日進工具、島精機製作所、住友重機械工業、タダノ、新光電気工業、ウシオ電機、セイコーエプソン、日本ライフライン、魚力、京成電鉄、**日本航空**、ベルーナ、双信電機、スミダコーポレーション、SBI・HD、ハウス食品 G 本社、野村不動産 HD、アカツキ、日立化成、日本板硝子、ノエビア HD、小林製薬、メルコ HD、**ファナック**、エイチ・ツー・オー リテイリング、**LINE**、富士通、大日本住友製薬、**東京エレクトロン**、富士電機、カゴメ、**日東電工**、あおぞら銀行、**みずほ FG**、旭有機材、遠藤照明、新明和工業、**任天堂**、りそな HD、**三井住友 FG**、東祥、デジタルアーツ、日立金属、中外製薬、保土谷化学工業、きもと、**ダウ・デュポン**、**マスターカード**、GE、レイセオン、**アマゾン・ドット・コム**
●2 月 1 日（金）：太陽 HD、豊田自動織機、積水化成品工業、**デンソー**、HOYA、小野薬品工業、ダイセル、ジェイテクト、セブン銀行、**三井物産**、日立造船、ほくほく FG、アイシン精機、**本田技研工業**、ヤマダ電機、**NTT ドコモ**、住友化学、シミック HD、ローム、カンホー・オンライン・エンターテイメント、コニカミノルタ、**ジェイエフ イー HD**、アサヒ HD、日本精工、アマノ、沖電気工業、ソニー、NOK、京セラ、京王電鉄、阪急阪神 HD、牧野フライス製作所、**日立製作所**、**武田薬品工業**、大塚商会、三菱自動車工業、セントラル硝子、キーエンス、豊田通商、**シェブロン**、ハネウェルインターナショナル、**メルク**、**エクソンモービル**

■主要イベントの予定

●1 月 28 日（月）
・**通常国会が召集、衆院本会議で安倍首相の施政方針演説など政府 4 演説（参院は衆院終了後）**
・**日銀金融政策決定会合議事要旨（12 月 19・20 日分）**
・ドラギ ECB 総裁、英イングランド銀行カーニー総裁ら講演
・米議会予算局（CBO）年次報告書
・毎勤統計再集計受けた 17 年度 GDP 推計（ストック編）公表、12 月の企業向けサービス価格指数、ユーロ圏 12 月のマネーサプライ、**中国 12 月の工業利益**
●1 月 29 日（火）
・**米 FOMC（30 日まで）**
・英議会、離脱合意の代替案や野党・労働党が提出した「合意なき離脱」回避を目指す修正案など審議
・**米 1 月の消費者信頼感指数**、米 12 月の卸売在庫（速報値）、米 11 月の主要 20 都市住宅価格指数
●1 月 30 日（水）
・**米 FOMC 政策発表・パウエル FRB 議長記者会見**
・**中国の劉鶴副首相、貿易協議のため訪米（31 日まで）**
・1 月の消費動向調査、12 月の商業動態統計、**米 1 月の ADP 雇用統計**、**米 4Q の GDP（速報値）**
●1 月 31 日（木）
・**金融政策決定会合における主な意見（1 月 22・23 日分）**
・**安倍首相、英国王立国際問題研究所・大和総研共催のコンファレンスであいさつ**
・**12 月の鉱工業生産**、1 月 20-26 日の対外・対内証券投資、12 月の自動車生産台数、12 月の住宅着工件数、**米 12 月の個人所得・支出**、米 26 日終了週の新規失業保険申請件数、ユーロ圏 12 月の失業率、**ユーロ圏 4Q の GDP（速報値）**、独 1 月の失業率、**中国 1 月の製造業・非製造業 PMI**
●2 月 1 日（金）
・**日・EU 経済連携協定（EPA）発効**
・1 月の自動車販売台数、12 月の完全失業率、12 月の有効求人倍率、米 1 月の自動車販売、**米 1 月の雇用統計**、**米 1 月の ISM 製造業総合景況指数**、**米 1 月のミシガン大学消費者マインド指数**、米 12 月の建設支出、ユーロ圏 1 月の CPI(速報値)、**中国 1 月の財新製造業 PMI**
●2 月 3 日（日）
・**中国 1 月の財新サービス業・コンポジット PMI**

（Bloomberg をもとにフィリップ証券作成）

※本レポートは当社が取り扱っていない銘柄を含んでいます
MCI (P) 062/10/2018
Ref. No.: JPN2019_0004

■下振れリスクは織り込み済みか？

日銀は1/23、金融緩和策の現状維持を決定し、黒田総裁は、景気下振れリスクについて言及。「米中貿易摩擦が長引けば、世界経済に深刻な影響が出てくる」などと指摘。実際、同日発表の2018/12の工作機械受注は、前年同月比18.3％減と3ヵ月連続のマイナスとなり、中国向けは10ヵ月連続の前年割れと低迷している。

2018年度の実質成長率見通しは下方修正され、物価見通しも大幅な下方修正となった。ただ、株式市場は世界景気悪化の懸念を既に織り込んでおり、中国の景気対策の効果などへの期待が高まる局面とみる。2/14に発表される2018/10-12月のGDP成長率の見通しなど動向にも注目したい。（庵原）

■拡大トレンドの株主還元

Bloombergの集計によると、TOPIX構成銘柄の2017年の配当総額は11.70兆円と8年連続の増加。総還元ベースでは株式相場の上昇に伴う自社株買いの減少により前年を下回ったものの、長期的には拡大トレンドを維持。コーポレートガバナンス・コードや日本版スチュワードシップ・コードの適用やROE経営の浸透など、企業のガバナンス改革の進展が背景にあろう。

直近では12月に株式相場が急落し株価水準が切り下がった。これから本格化する決算発表と併せ、自社株買いが特に注目されよう。**日本電産（6594）**は500億円を上限に自己株取得を行うと発表。**新明和工業（7224）**は400億円の自己株をTOBで取得する。（増渕）

■米大手金融は軒並み大幅増益

米国の大手金融機関の10-12月の決算が出揃った。前年同期の税制改革に伴う一時費用の反動により、軒並み最終利益が拡大。一方、トップラインでは、市場のボラティリティー拡大で様子見をする顧客が増え、債券トレーディング収益は各社とも減収となった。市場の変調による企業のファイナンスの手控えにより、引受業務も低迷した。

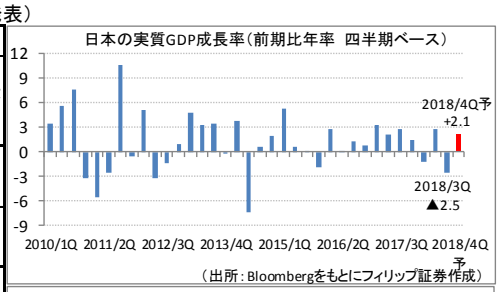
一方、企業活動や個人消費の活性化による融資の積み増しや利鞘拡大などにより、純金利収益は拡大。株式トレーディング収益やM&Aアドバイザリー収入なども好調だった。決算が市場予想を上回った**ゴールドマン・サックス・グループ（GS）**や**バンク・オブ・アメリカ（BAC）**の株価は大幅上昇。低迷傾向が続く米金融株への見直しが進む可能性もあろう。（増渕）

【海外リスクを示した日銀～景気下振れリスクも市場は織り込み済み？】

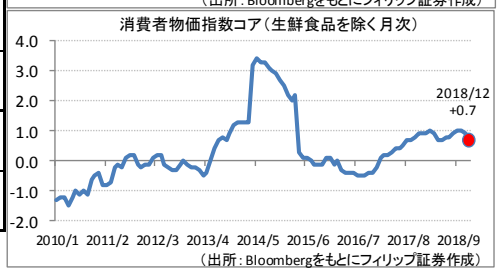
■2018－2020年度の政策委員の大勢見通し（2019/1/23発表）

	実質GDP	消費者物価指数（除く生鮮食品）	（参考）消費税率引き上げ・教育費無償化政策の影響を除くケース
2018年度	+0.9～+1.0 ＜+0.9＞	+0.8～+0.9 ＜+0.8＞	
10月時点の見通し	+1.3～+1.5 ＜+1.4＞	+0.9～+1.0 ＜+0.9＞	
2019年度	+0.7～+1.0 ＜+0.9＞	+1.0～+1.3 ＜+1.1＞	+0.8～+1.1 ＜+0.9＞
10月時点の見通し	+0.8～+0.9 ＜+0.8＞	+1.5～+1.7 ＜+1.6＞	+1.3～+1.5 ＜+1.4＞
2020年度	+0.7～+1.0 ＜+1.0＞	+1.3～+1.5 ＜+1.5＞	+1.2～+1.4 ＜+1.4＞
10月時点の見通し	+0.6～+0.9 ＜+0.8＞	+1.5～+1.7 ＜+1.6＞	+1.4～+1.6 ＜+1.5＞

（※）対前年度比、単位は%。＜＞内は政策委員見通しの中央値。
（出所：日銀「経済・物価情勢の展望」（展望リポート）よりフィリップ証券作成）

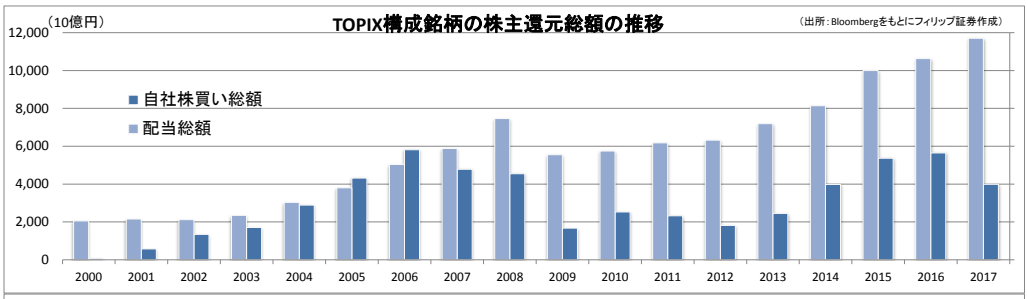


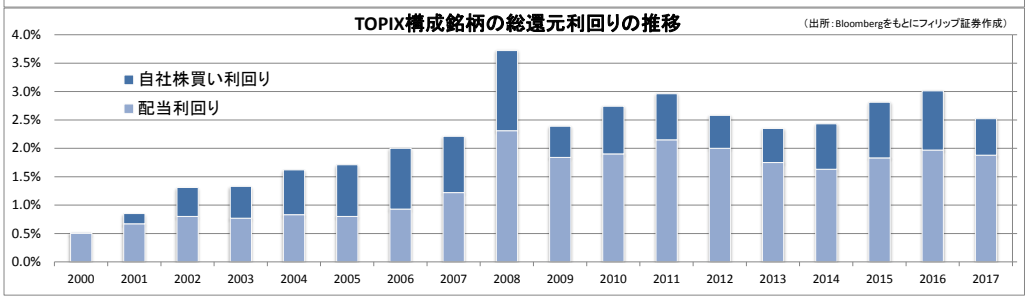
（出所：Bloombergをもとにフィリップ証券作成）



（出所：Bloombergをもとにフィリップ証券作成）

【企業の株主還元は拡大へ～決算発表に併せた自社株買いに注目！】



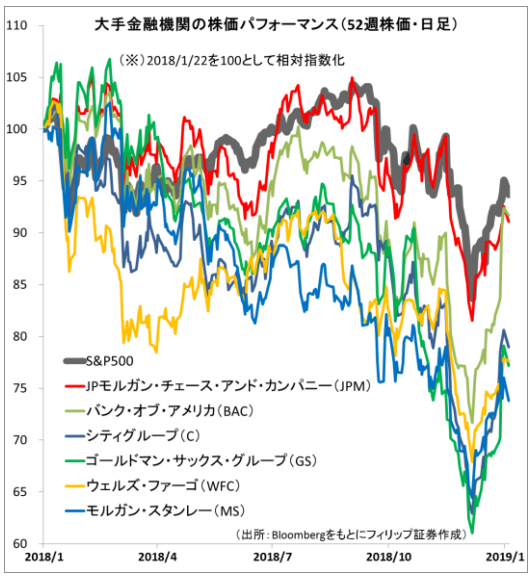


【米大手金融の 10-12 月期決算が出揃った～金融株の見直しは進むか！？】

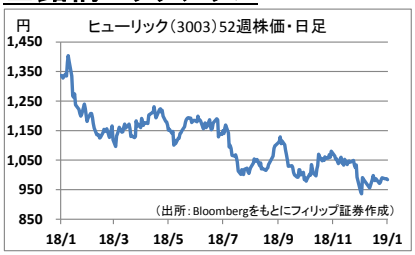
■大手金融機関の2018/12期4Q（10-12月）実績

企業名/項目（百万USD）	純金利収益	非金利収益	トレーディング勘定損益	純利益
JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー（JPM）	14,354	11,755	1,361	7,066
前年同期比	10%	3%	-29%	67%
バンク・オブ・アメリカ（BAC）	12,304	10,432	1,633	7,278
前年同期比	7%	16%	42%	3.1倍
シティグループ（C）	11,923	5,201	1,056	4,313
前年同期比	5%	-16%	-25%	黒字転換
ウェルズ・ファーゴ（WFC）	12,644	8,336	10	6,064
前年同期比	3%	-14%	-92%	-1%
ゴールドマン・サックス・グループ（GS）	991	7,089	2,640	2,322
前年同期比	10%	-2%	7%	黒字転換
モルガン・スタンレー（MS）	989	7,559	1,764	1,531
前年同期比	-1%	-11%	-31%	2.4倍

（出所：会社公表資料をもとにフィリップ証券作成、トレーディング勘定損益はBloombergの集計）

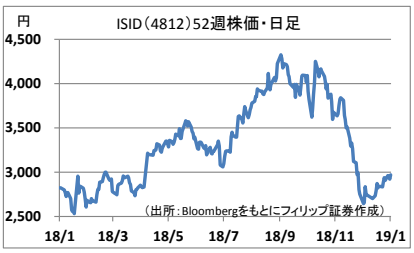


■銘柄ピックアップ



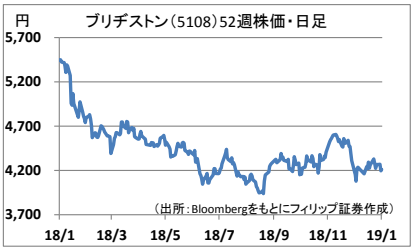
✧ ヒューリック(3003)　984円 (1/24終値)

・1957年設立。主力の不動産事業のほか、損害保険代理店業務、生命保険・医療保険等の募集、人材派遣・人材紹介、建築工事請負、設計・工事監理も手掛ける。東京23区の駅近を中心に約230件の賃貸物件を保有・管理する。同社の運用するヒューリックリート投資法人は2014/2に上場。
・10/30発表の2018/12期3Q(1-9月)は、営業収益が前年同期比34.1%増の1,701.35億円、営業利益が同20.5%増の510.89億円、純利益が同22.5%増の334.17億円。前年および3Q に竣工、取得した物件による不動産賃貸収入の増加に加え、販売用不動産の売上計上が寄与し増益となった。
・通期会社計画を上方修正。営業利益を前期比15.1%増の740億円(従来計画720億円)、当期利益を同13.2%増の480億円(同465億円)とした。営業収益見通しは同0.1%増の2,900億円と初めて公表。1/23の報道によると、営業利益は750億円程度となるもよう。1/30に決算発表を予定。(増渕)



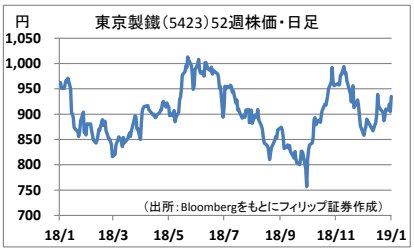
✧ ISID(4812)　2,969円 (1/24終値)

▪1975年に電通と GE のジョイントベンチャーとして設立。コンサルティングサービス、受託システム開発、ソフトウェアの販売・サポート、アウトソーシング・運用保守サービス、情報機器販売などを行う。金融機関や製造業者と直接取引し、事業環境の変化に呼応する IT ソリューションを提供する。
・10/31発表の2019/3期1H(4-9月)は、売上高が前年同期比9.1%増の646.25億円、営業利益が同70.7%増の56.62億円、純利益が同37.3%増の37.88億円。政府系金融機関、事業会社向けのシステム開発が拡大。電機・精密業界向けソフトウェア販売も伸びた。不採算案件の解消も寄与。
・増収効果に加え、販売費・一般管理費が計画を下回る見込みとなり、1/22に通期会社計画を上方修正。売上高を前期比9.1%増の910.24億円(従来計画880.00億円)、営業利益を同50.1%増の82.39億円(同70.00億円)、当期利益を同16.9%増の51.87億円(同48.07億円)とした。(増渕)



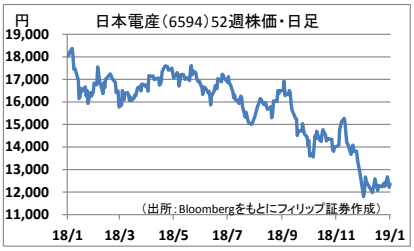
✧ ブリヂストン(5108)　4,211円 (1/24終値)

・1931年設立。乗用車、トラック・バス用タイヤをはじめ、航空機、建設・鉱山車両、モーターサイクル、農業機械、産業車向けなど幅広い種類のタイヤを提供する。産業資材、建設資材も手掛ける。
・11/8発表の2018/12期3Q(1-9月)は、売上高が前年同期比0.4%増の2兆6,741億円、営業利益が同3.0%減の2,908.64億円、純利益が同11.0%増の2,194.64億円。鉱物価格の回復に伴い鉱山向けの需要が伸びた。一方、中南米通貨安や多角化事業の再構築のための費用が響き営業減益。
・通期会社計画を下方修正。売上高を前期比0.2%増の3兆6,500億円(従来計画3兆7,000億円)、営業利益を同2.2%減の4,100億円(同4,300億円)とそれぞれ引き下げた。当期利益は同5.8%増の3,050億円で据え置き。1/22、蘭トムトムのモビリティー関連事業を買収すると発表。タイヤや車両に関するビッグデータを活用する。商品の売り切りからサービス化への流れが加速しよう。(増渕)



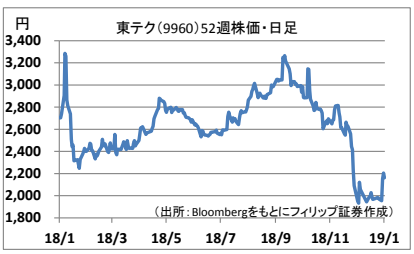
✧ 東京製鐵(5423)　935円 (1/24終値)

・1934年設立の電炉メーカー。鋼塊、各種鋼材、特殊鋼、鐵鋼製品の製造及び販売を行う。電炉法のパイオニアで、大型直流電気炉やシャフト式電気炉電炉法など開発。小型形鋼・異形棒鋼の他、H 形鋼・鋼矢板、ホットコイル・縞コイル・酸洗コイル・溶融亜鉛メッキコイルなども生産する。
・1/22発表の2019/3期3Q(4-12月)は、売上高が前年同期比27.3%増の1,544.17億円、営業利益が同6.1%増の111.52億円、純利益が同5.4%増の105.74億円。良好な鋼材需要を背景に出荷単価が高水準を維持。出荷数量も伸びた。一方で原料の鉄くずの購入単価は下落し、利鞘が改善。
・通期会社計画を上方修正。売上高を前期比26.1%増の2,070億円(従来計画2,060億円)、営業利益を同43.2%増の150億円(130億円)、当期利益を同28.3%増の145億円(120億円)とした。新規の都市再開発事業や民間設備投資が見込まれ、鋼材需要は好調を持続する見通し。(増渕)



✧ 日本電産(6594)　12,350円(1/24終値)

・1973年設立。精密小型モーター、車載・家電・商業・産業用モーター、機器装置、電子・光学部品、その他の開発・製造・販売を行う。HDD用モーターなど世界シェアNo.1の製品を多く保有する。
・1/23発表の2019/3期3Q(4-12月)は、売上高が前年同期比4.4%増の1兆1,543億円、営業利益が同2.5%増の1293.67億円、純利益が同9.8%増の1,032.14億円。3Qとして売上高、営業利益、純利益ともに過去最高。車載用コントロールバルブや産業用モーター、発電機などの販売が伸びた。
・1/17に通期会社計画を下方修正。売上高を前期比2.6%減の1兆4,500億円(従来計画1兆6,000億円)、営業利益を同13.1%減の1,450億円(同1,950億円)、当期利益を同14.4%減の1,120億円(同1,470億円)とした。ただ想定為替レートを100円/ドル、125円/ユーロとするなど著しく保守的と見る。3Qと併せて、500億円(発行済株式総数の1.70%)を上限とする自社株買いも発表。(増渕)



✧ 東テク(9960)　2,162円 (1/24終値)

・1955年に空調機器の専門商社として創業。空調設備や計装設備、エネルギー分野などの様々な領域で、機器の販売・据付工事からメンテナンス、リニューアルの提案までトータルで行う。業務用空調機器のダイキン工業、空調制御機器のアズビルなど業界トップメーカーの設備代理店である。
・10/31発表の2019/3期1H(4-9月)は、売上高が前年同期比10.5%増の448.37億円、営業利益が同39.4%増の21億円、純利益が同47.6%増の15.14億円。公共投資が引き続き高水準を維持。民間設備投資も都市部の再開発案件や人手不足を背景に合理化・省力化に向けた投資が伸びた。
・1/21に通期会社計画を上方修正。売上高を前期比7.9%増の1,000億円(従来計画970億円)、営業利益を同10.6%増の52億円(同47億円)、当期利益を同15.7%増の36億円(同32億円)とした。進捗率は売上高で44.8%に留まるが、同社の売上が4Qに集中する傾向によるものである。(増渕)

【レポートにおける免責・注意事項】
本レポートの発行元：フィリップ証券株式会社 〒103ー0026 東京都中央区日本橋兜町4番2号
TEL:03-3666-2101 URL：http：//www.phillip.co.jp/
本レポートの作成者：フィリップ証券 リサーチ部 公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員 庵原浩樹
公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員補 増渕 透吾

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。フィリップ証券は、レポートを提供している証券会社との契約に基づき対価を得ております。当資料に記載されている内容は投資判断の参考として筆者の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。当資料の一切の権利はフィリップ証券株式会社に帰属しており、無断で複製、転送、転載を禁じます。

＜日本証券業協会自主規制規則「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則 平14.1.25」に基づく告知事項＞
本レポートの作成者であるアナリストと対象会社との間に重大な利益相反関係はありません。

Important Information

This report is prepared and/or distributed by Phillip Securities Research Pte Ltd ("Phillip Securities Research"), which is a holder of a financial adviser's licence under the Financial Advisers Act, Chapter 110 in Singapore.

By receiving or reading this report, you agree to be bound by the terms and limitations set out below. Any failure to comply with these terms and limitations may constitute a violation of law. This report has been provided to you for personal use only and shall not be reproduced, distributed or published by you in whole or in part, for any purpose. If you have received this report by mistake, please delete or destroy it, and notify the sender immediately.

The information and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively, the "Research") contained in this report has been obtained from public sources which Phillip Securities Research believes to be reliable. However, Phillip Securities Research does not make any representation or warranty, express or implied that such information or Research is accurate, complete or appropriate or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this report is subject to change, and Phillip Securities Research shall not have any responsibility to maintain or update the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this report are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice. Past performance of any product referred to in this report is not indicative of future results.

This report does not constitute, and should not be used as a substitute for, tax, legal or investment advice. This report should not be relied upon exclusively or as authoritative, without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this report has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction, nor a representation that any product described in this report is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products, which may be described in this report involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made, unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of any product. Any decision to purchase any product mentioned in this report should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such product.

Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, may provide an array of financial services to a large number of corporations in Singapore and worldwide, including but not limited to commercial / investment banking activities (including sponsorship, financial advisory or underwriting activities), brokerage or securities trading activities. Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, may have participated in or invested in transactions with the issuer(s) of the securities mentioned in this report, and may have performed services for or solicited business from such issuers. Additionally, Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, may have provided advice or investment services to such companies and investments or related investments, as may be mentioned in this report.

Phillip Securities Research or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report may, from time to time maintain a long or short position in securities referred to herein, or in related futures or options, purchase or sell, make a market in, or engage in any other transaction involving such securities, and earn brokerage or other compensation in respect of the foregoing. Investments will be denominated in various currencies including US dollars and Euro and thus will be subject to any fluctuation in exchange rates between US dollars and Euro or foreign currencies and the currency of your own jurisdiction. Such fluctuations may have an adverse effect on the value, price or income return of the investment.

To the extent permitted by law, Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, may at any time engage in any of the above activities as set out above or otherwise hold an interest, whether material or not, in respect of companies and investments or related investments, which may be mentioned in this report. Accordingly, information may be available to Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, which is not reflected in this report, and Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited to its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, may, to the extent permitted by law, have acted upon or used the information prior to or immediately following its publication. Phillip Securities Research, or persons associated with or connected to Phillip Securities Research, including but not limited its officers, directors, employees or persons involved in the issuance of this report, may have issued other material that is inconsistent with, or reach different conclusions from, the contents of this report.

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities Research to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

This report is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this report may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this report should seek advice from a professional and financial adviser regarding the legal, business, financial, tax and other aspects including the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This report is not intended for distribution, publication to or use by any person in any jurisdiction outside of Singapore or any other jurisdiction as Phillip Securities Research may determine in its absolute discretion.

IMPORTANT DISCLOSURES FOR INCLUDED RESEARCH ANALYSES OR REPORTS OF FOREIGN RESEARCH HOUSES

Where the report contains research analyses or reports from a foreign research house, please note:

(i) recipients of the analyses or reports are to contact Phillip Securities Research (and not the relevant foreign research house) in Singapore at 250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower, Singapore 179101, telephone number +65 6533 6001, in respect of any matters arising from, or in connection with, the analyses or reports; and

(ii) to the extent that the analyses or reports are delivered to and intended to be received by any person in Singapore who is not an accredited investor, expert investor or institutional investor, Phillip Securities Research accepts legal responsibility for the contents of the analyses or reports.