

อินโดรามา เวนเจอร์ส

กำไรหลักไตรมาส 4/54 เป็นไปตามคาด
ไตรมาสที่ดีกว่ากำลังจะมาถึง

Chemical
Overweight

BUALUANG RESEARCH

สุพพตา ศรีสุข
suppata@bualuang.co.th
+662 618 1343

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 51.50 บาท
ราคา (22/02/12): 38.75 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt186.55bn		
12-mth price range	Bt23.20/Bt57.00		
3-mth avg daily volume	Bt1,014.05m		
# of shares (m)	4,334.3		
Est. free float (%)	33.6		
Foreign limit (%)	100.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	15.0	12.7	(27.7)
Absolute	22.0	29.2	(12.4)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	186,096	191,914	194,773	213,058
Net profit (Btm)	15,568	16,916	18,562	19,801
EPS (Bt)	3.23	3.51	3.85	4.11
BLS/Consensus (x)	n.m.	1.07	1.00	n.m.
EPS growth (%)	+49.50%	+8.66%	+9.73%	+6.68%
Core profit (Btm)	9,107	16,916	18,562	19,801
Core EPS (Bt)	1.89	3.51	3.85	4.11
Core EPS growth (%)	+20.98%	+85.75%	+9.73%	+6.68%
PER (x)	12.6	11.0	10.1	9.4
Core PER (x)	21.6	11.0	10.1	9.4
EV/EBITDA (x)	15.8	8.9	7.9	7.0
PBV (x)	3.3	2.6	2.2	1.9
Dividend (Bt)	0.97	1.05	1.16	1.23
Dividend yield (%)	2.4	2.7	3.0	3.2
ROE (%)	34.3	26.2	24.1	21.9
Net gearing (x)	0.7	0.4	0.2	0.1

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

กำไรหลักตามคาด: IVL รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/54 จำนวน 1,458 ล้านบาท เปรียบเทียบกับกำไรสุทธิ 3,840 ล้านบาทในไตรมาส 4/53 และกำไรสุทธิ 3,602 ล้านบาทในไตรมาส 3/54 หากไม่รวมรายการขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ (เนื่องจากน้ำมัน) จำนวน 1,645 ล้านบาท, ขาดทุนจากสินค้าคงคลัง 1,122 ล้านบาท, กำไรจากราคาต่อรองซื้อสินทรัพย์ 230 ล้านบาท และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนอีก 201 ล้านบาทนั้น IVL จะรายงานกำไรหลักไตรมาส 4/54 จำนวน 878 ล้านบาท ลดลง 65% YoY และ 58% QoQ กำไรหลักสอดคล้องกับประมาณการของเรา ในขณะที่ขาดทุนสุทธิดีกว่าที่เราคาดไว้เนื่องขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์น้อยกว่าที่เราคาด อย่างไรก็ตามผลประกอบการค่อนข้างต่ำกว่าที่ตลาดคาด นอกจากนี้ IVL รายงานกำไรสุทธิทั้งปี 2554 ที่ 15,568 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 49% YoY

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: ปัจจัยหลักที่ทำให้กำไรหลักลดลงได้แก่ 1) ปริมาณขายที่ลดลง (ลดลง 13% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 28% YoY มาอยู่ที่ 1.05 ล้านตัน) เนื่องจากน้ำมันและการผลิตที่ลดลงจากโรงงานในยุโรป, 2) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ลดลงจากการลดปริมาณสินค้าคงคลังของผู้ผลิตปลายน้ำ ส่งผลให้กำไรหลักก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมต่อนลดลงเป็น 72 เหรียญสหรัฐ จาก 128 เหรียญสหรัฐในไตรมาส 4/53 และ 113 เหรียญสหรัฐในไตรมาส 3/54, และ 3) อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มสูงขึ้น (เป็น 6.0% ในไตรมาส 4/54 จาก 4.6% ในไตรมาส 3/54 แต่ลดลงจาก 6.2% ในไตรมาส 4/53)

แนวโน้ม: กำไรของ IVL คาดว่าจะฟื้นตัวในไตรมาส 1/55 หนุนโดยปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่สูงขึ้น ยิ่งไปกว่านั้นการซื้อกิจการสองดีลล่าสุดของ IVL คาดว่าจะเริ่มทำกำไรให้กับบริษัทได้ในไตรมาส 1/55 นอกเหนือจากอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงานปัจจุบันที่เพิ่มสูงขึ้นแล้ว ปริมาณขายก็คาดว่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปตลอดทั้งปี 2555 มีปัจจัยหนุนจากการเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของโรงงานผลิต PET ใหม่ในไนจีเรียในไตรมาส 1/55 หลังจากนั้นในไตรมาส 2/55 จะมีแรงหนุนจากการกลับมาดำเนินการผลิตอีกครั้งของโรงงานที่ลพบุรี, การเปิดดำเนินงานของโรงงาน PTA ในอินโดนีเซีย, การขยายการผลิต PET ในเนเธอร์แลนด์ และการดำเนินงานเต็มปีของสินทรัพย์ที่ซื้อเข้ามาในปี 2554 สำหรับเงินชดเชยค่าประกันภัยของโรงงานที่ลพบุรี คาดว่าจะได้รับภายในปีนี้

การเปลี่ยนแปลง? เราได้ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ลง 4% มาอยู่ที่ 16,916 ล้านบาท เพื่อสะท้อน

ดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้นจากการออกหุ้นกู้ในปีที่แล้ว

คำแนะนำ: เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงสองสัปดาห์ที่ผ่านมา รวมถึงผลประกอบการไตรมาส 4/54 ที่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ อาจจำกัดการปรับขึ้นของราคาหุ้นในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม การคาดการณ์กำไรสุทธิจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/55 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะต่อไป ยิ่งไปกว่านั้นแนวโน้มการเติบโตของกำไรในระยะยาวหนุนโดยการขยายกำลังการผลิตและส่วนต่างราคาที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการเปลี่ยนส่วนผสมผลิตภัณฑ์ จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นได้ในอนาคต ปัจจุบัน IVL ซื้อขายอยู่ที่ PBV/ROE ปี 2555 ที่ 0.10 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 0.14 เท่า

Figure 1: 4Q11 and 2011 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010	YoY %
Income Statement								
Revenue	43,334	25,119	73	50,909	(15)	186,096	96,858	92
Cost of sales and services	(41,052)	(20,584)	99	(45,327)	(9)	(165,754)	(82,066)	102
EBITDA	701	4,064	(83)	4,385	(84)	14,978	12,504	20
SG&A	(2,616)	(1,561)	68	(2,342)	12	(9,829)	(5,821)	69
EBIT	(334)	2,975	nm	3,241	nm	10,513	8,970	17
Interest expense	(640)	(364)	76	(645)	(1)	(2,370)	(1,303)	82
Other income/exp.	231	29	698	250	(8)	1,299	164	692
Equity earnings from affiliates	326	1,152	(72)	(104)	nm	282	1,888	(85)
Extra items	(1,214)	185	nm	1,063	(214)	6,447	1,741	270
EBT	(744)	2,639	(128)	2,846	(126)	9,443	7,831	21
Corporate tax	(61)	(117)	(48)	(186)	(67)	(742)	(488)	52
Minority interest	235	(18)	nm	(17)	nm	139	(560)	nm
Net profit (loss)	(1,458)	3,840	nm	3,602	nm	15,568	10,413	49
Reported EPS	(0.30)	0.89	nm	0.75	nm	3.29	2.40	37
Core net profit	878	2,533	(65)	2,115	(58)	9,107	6,803	34
Key ratios								
Gross margin (%)	5.3	18.1		11.0		10.9	15.3	
EBITDA margin (%)	1.6	16.2		8.6		8.0	12.9	
EBIT margin (%)	(0.8)	11.8		6.4		5.6	9.3	
SG&A / Revenue (%)	6.0	6.2		4.6		5.3	6.0	
Tax rate (%)	(8.2)	4.4		6.5		7.9	6.2	
Net margin (%)	(3.4)	15.3		7.1		8.4	10.8	
Current ratio (x)	1.6	1.1		1.5		1.6	1.1	
Gearing ratio (x)	0.9	1.0		0.8		0.9	1.0	
Interest coverage (x)	n.m.	8.2		5.0		4.4	6.9	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	12,018	1,483	711	4,050	197			
Total assets	145,826	78,005	87	139,018	5			
ST debts & current portion	20,135	11,341	78	16,027	26			
Long-term debt	33,742	20,864	62	33,781	(0)			
Total liabilities	87,049	45,600	91	78,187	11			
Retained earnings	29,221	19,514	50	30,603	(5)			
Shareholders equity	58,638	32,069	83	60,458	(3)			
Minority interests	139	336	(59)	373	(63)			
BV (Bt)	12.2	7.5	63	12.6	(3)			

- YoY revenue growth, driven by greater sales volume
- QoQ revenue contraction, due to lower sales volume and price
- Weaker core EBITDA per tonne, both YoY and QoQ
- Higher debts outstanding, both YoY and QoQ
- Gains on FX and on a bargain asset purchase
- Impairment and inventory losses
- Core profit was in line with our estimate
- The bottom-line was better than we expected

Source: Company data

Figure 2: Sector comparisons

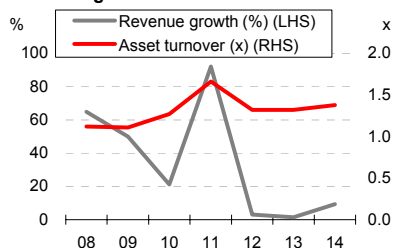
Company	Bloomberg Code	Current market price (local curr.)	PER (x)		2-yr EPS CAGR (%)	PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)	
			FY12	FY13		FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Coca-Cola	CCE US	USD28.61	12.5	11.4	+6.1	3.1	3.2	24.2	25.7	2.3	2.8
PepsiCo	PEP US	USD63.14	15.4	14.2	+6.4	4.4	4.2	30.7	32.9	3.4	3.6
Danone	BN FP	EUR50.22	15.5	14.0	+10.1	2.3	2.1	14.5	14.6	3.0	3.3
Nestle	NESN VX	CHF55.40	16.5	15.2	+10.4	2.9	2.7	17.6	18.0	3.8	4.0
P&G	PG US	USD64.42	16.0	14.7	+5.7	2.9	2.8	18.0	18.7	6.3	3.6
Kweichow Moutai	600519 CH	CNY192.76	18.2	13.7	+34.5	6.0	4.5	35.2	34.4	2.4	3.5
Wuliangye Yibin	000858 CH	CNY33.26	14.8	11.4	+32.4	4.0	3.1	29.7	29.1	1.9	1.9
Indorama Ventures	IVL TB	Bt38.75	11.0	10.1	+9.2	2.6	2.2	26.2	24.1	2.7	3.0
Simple average			15.0	13.1	14.3	3.5	3.1	24.5	24.7	3.2	3.2

Note: Prices as at 22/02/12

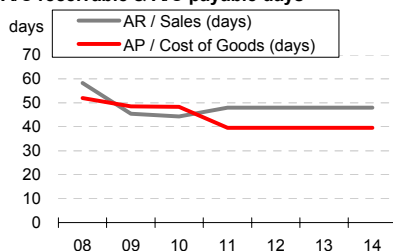
Sources: Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables

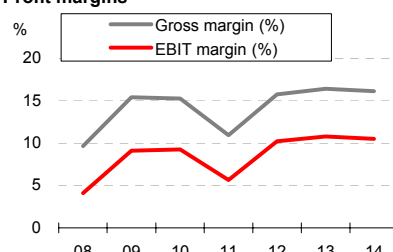
Revenue growth and asset turnover



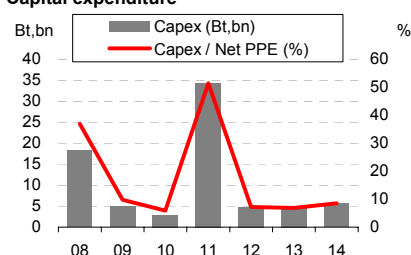
A/C receivable & A/C payable days



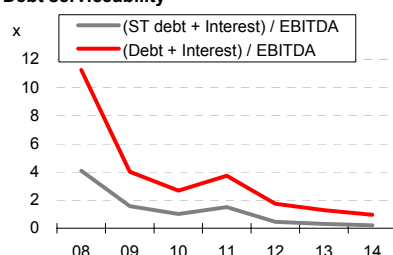
Profit margins



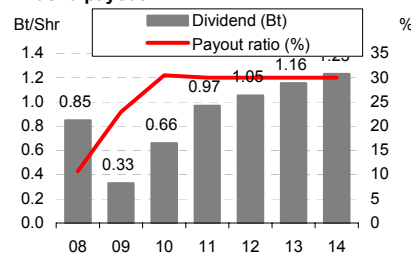
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



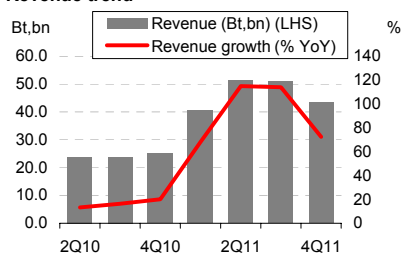
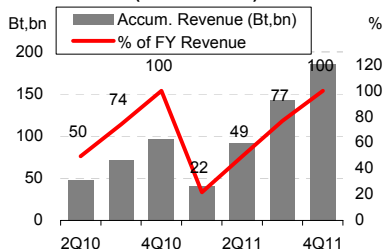
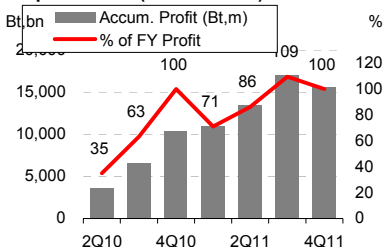
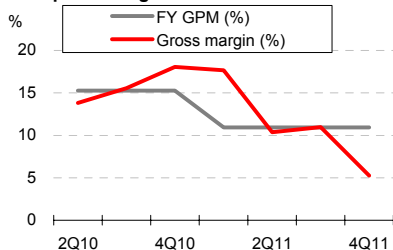
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	96,858	186,096	191,914	194,773	213,058
Cost of sales and services	(82,066)	(165,754)	(161,641)	(162,770)	(178,666)
Gross profit	14,792	20,342	30,273	32,003	34,391
SG&A	(5,821)	(9,829)	(10,665)	(10,993)	(12,025)
EBIT	8,970	10,513	19,608	21,010	22,366
Interest expense	(1,303)	(2,370)	(2,021)	(1,633)	(1,390)
Other income/exp.	164	1,299	1,330	1,374	1,421
EBT	7,831	9,443	18,917	20,752	22,397
Corporate tax	(488)	(742)	(1,340)	(1,471)	(1,812)
After-tax net profit (loss)	7,344	8,700	17,577	19,281	20,584
Minority interest	(560)	139	(890)	(977)	(1,042)
Equity earnings from affiliates	19	282	0	0	0
Extra items	3,610	6,447	230	258	259
Net profit (loss)	10,413	15,568	16,916	18,562	19,801
Reported EPS	2.39	3.23	3.51	3.85	4.11
Fully diluted EPS	2.16	3.23	3.51	3.85	4.11
Core net profit	6,803	9,107	16,916	18,562	19,801
Core EPS	1.56	1.89	3.51	3.85	4.11
EBITDA	12,504	15,067	24,487	25,874	27,503

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	21.1	92.1	3.1	1.5	9.4
Gross margin (%)	15.3	10.9	15.8	16.4	16.1
EBITDA margin (%)	12.9	8.1	12.8	13.3	12.9
Operating margin (%)	9.3	5.6	10.2	10.8	10.5
Net margin (%)	10.8	8.4	8.8	9.5	9.3
Core profit margin (%)	7.0	4.9	8.8	9.5	9.3
ROA (%)	13.7	13.9	11.6	12.6	12.8
ROCE (%)	16.4	17.6	15.1	16.3	16.5
Asset turnover (x)	1.3	1.7	1.3	1.3	1.4
Current ratio (x)	1.1	1.6	2.1	2.4	2.7
Gearing ratio (x)	1.0	0.9	0.6	0.4	0.3
Interest coverage (x)	6.9	4.4	9.7	12.9	16.1

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,483	12,018	10,124	14,115	18,149
Accounts receivable	11,771	24,509	25,275	25,652	28,060
Inventory	11,384	21,422	20,891	21,037	23,091
PP&E-net	48,748	66,825	66,758	66,460	67,031
Other assets	3,112	11,230	11,354	11,496	11,655
Total assets	78,005	145,826	144,715	149,586	159,354
Accounts payable	10,858	17,978	17,532	17,654	19,379
ST debts & current portion	11,341	20,135	9,112	6,559	4,595
Long-term debt	20,864	33,742	31,557	25,078	20,483
Other liabilities	657	2,637	2,769	2,908	3,053
Total liabilities	45,600	87,049	73,713	65,208	60,799
Paid-up capital	4,334	4,814	4,814	4,814	4,814
Share premium	13,031	29,775	29,775	29,775	29,775
Retained earnings	19,514	29,221	41,063	54,056	67,917
Shareholders' equity	32,069	58,638	70,479	83,473	97,333
Minority interests	336	139	523	906	1,222
Total Liab.&Shareholders' equity	78,005	145,826	144,715	149,586	159,354

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	10,413	15,568	16,916	18,562	19,801
Depreciation and amortization	3,472	4,777	5,102	5,087	5,358
Change in working capital	(2,631)	(7,678)	(633)	(350)	(2,686)
FX, non-cash adjustment & others	(871)	(3,977)	(4,176)	(4,385)	(4,604)
Cash flows from operating activities	10,383	8,689	17,209	18,914	17,869
Capex (Invest)/Divest	(2,855)	(34,392)	(4,812)	(4,566)	(5,707)
Others	(3,057)	(1,746)	(124)	(141)	(159)
Cash flows from investing activities	(5,912)	(36,139)	(4,936)	(4,707)	(5,866)
Debt financing (repayment)	(6,535)	26,364	(9,475)	(5,031)	(2,345)
Equity financing	4,759	12,783	(3,163)	(3,658)	(4,365)
Dividend payment	(2,424)	(1,189)	(1,528)	(1,527)	(1,260)
Others	(186)	27	0	0	0
Cash flows from financing activities	(4,385)	37,985	(14,167)	(10,216)	(7,969)
Net change in cash	86	10,535	(1,894)	3,991	4,034
Free cash flow (Btm)	7,528	(25,703)	12,396	14,348	12,162
FCF per share (Bt)	1.74	(5.34)	2.57	2.98	2.53

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables
Revenue trend

Revenue trend (accumulated)

Net profit trend (accumulated)

Gross profit margin

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	25,119	40,553	51,300	50,909	43,334
Cost of sales and services	(20,584)	(33,390)	(45,985)	(45,327)	(41,052)
Gross profit	4,535	7,163	5,315	5,582	2,281
SG&A	(1,561)	(2,151)	(2,720)	(2,342)	(2,616)
EBIT	2,975	5,012	2,595	3,241	(334)
Interest expense	(364)	(436)	(649)	(645)	(640)
Other income/exp.	29	180	639	250	231
EBT	2,639	4,756	2,585	2,846	(744)
Corporate tax	(117)	(231)	(264)	(186)	(61)
After-tax net profit (loss)	2,522	4,525	2,321	2,660	(805)
Minority interest	(18)	(58)	(22)	(17)	235
Equity earnings from affiliates	1,152	83	(24)	(104)	326
Extra items	185	6,507	91	1,063	(1,214)
Net profit (loss)	3,840	11,057	2,367	3,602	(1,458)
Reported EPS	0.89	2.45	0.49	0.75	(0.30)
Fully diluted EPS	0.89	2.45	0.49	0.75	(0.30)
Core net profit	2,533	2,793	3,321	2,115	878
Core EPS	0.58	0.62	0.69	0.44	0.18
EBITDA	4,064	6,062	3,829	4,385	701

KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	18.1	17.7	10.4	11.0	5.3
EBITDA margin (%)	16.2	14.9	7.5	8.6	1.6
Operating margin (%)	11.8	12.4	5.1	6.4	-0.8
Net margin (%)	15.3	27.3	4.6	7.1	-3.4
Core profit margin (%)	10.1	6.9	6.5	4.2	2.0
BV (Bt)	7.48	13.60	12.76	12.64	12.21
ROE (%)	52.1	95.2	15.5	23.7	-9.8
ROA (%)	20.2	39.3	6.5	10.1	-4.1
Current ratio (x)	1.1	1.7	1.7	1.5	1.6
Gearing ratio (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
Interest coverage (x)	8.2	11.5	4.0	5.0	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	1,483	4,955	5,212	4,050	12,018
Accounts receivable	11,771	28,514	27,252	26,618	24,509
Inventory	11,384	17,920	18,487	20,341	21,422
PP&E-net	48,748	66,255	67,053	66,481	66,825
Other assets	3,112	7,338	8,300	8,636	11,230
Total assets	78,005	147,213	145,818	139,018	145,826
Accounts payable	10,858	23,202	21,132	21,205	17,978
ST debts & current portion	11,341	16,322	15,587	16,027	20,135
Long-term debt	20,864	40,438	40,915	33,781	33,742
Other liabilities	657	1,498	1,530	1,872	2,637
Total liabilities	45,600	85,942	84,391	78,187	87,049
Paid-up capital	4,334	4,814	4,814	4,814	4,814
Share premium	13,031	29,775	29,775	29,775	29,775
Retained earnings	19,514	30,348	29,591	30,603	29,221
Shareholders equity	32,069	60,876	61,045	60,458	58,638
Minority interests	336	394	382	373	139
Total Liab.&Shareholders' equity	78,005	147,213	145,818	139,018	145,826

Sources: Company data, Bualuang Research

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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

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 survey of the IOD 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 base 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 does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

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

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.