

อินโดรามา เวนเจอร์ส IVL TB / IVL.BK

9 ธันวาคม 2557

เพิ่มมูลค่าจากการเข้าซื้อกิจการ HVA เพิ่มเติม

ประเด็นการลงทุน

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ แต่ความกังวลต่อแนวโน้มการขาดทุนจากสินค้าคงคลังเนื่องจากการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันดิบอาจเป็นปัจจัยกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากำไรหลักปี 2558 ที่เติบโตสูงถึง 46% หนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มมากขึ้น, ส่วนแบ่งกำไรเต็มปีจากกิจการที่บริษัทเข้าซื้อไปในไตรมาส 2/57 และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น จะช่วยหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นได้อีก อีกทั้งประมาณการกำไรระยะยาวของเรายังมีแนวโน้มอัปเดตจากการเข้าซื้อกิจการอื่นๆเพิ่มเติมอีกด้วย ขณะนี้ หุ้นมีการซื้อขายด้วย PER ปี 2558 ที่ 18.5 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 29 เท่า อยู่ 0.5 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

เข้าซื้อกิจการซึ่งเป็นหนึ่งในผู้นำด้านการผลิตเส้นใยโพลีเอสเตอร์สำหรับยางรถยนต์

วานนี้ IVL ประกาศว่าบริษัทจะทำการเข้าซื้อบริษัท Performance Fibers Asia (PF Asia) จากบริษัทในเครือของ Sun Capital Partners, Inc. (ตึกลงต้องรอการอนุมัติจากผู้กำกับดูแล) ซึ่ง PF Asia มีส่วนแบ่งกำลังการผลิต 17% และเป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์เส้นใยโพลีเอสเตอร์สำหรับยางรถยนต์รายใหญ่ที่สุดเป็นอันดับสองของประเทศจีน โดยโรงงานของ PF Asia ตั้งอยู่ใน เมืองไคปิง มณฑลกวางตุ้ง ประเทศจีน ซึ่งมีกำลังการผลิตเส้นใยโพลีเอสเตอร์สำหรับยางรถยนต์ 41,000 เมตริกตันต่อปี และเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์สำหรับยางรถยนต์ 48,000 เมตริกตันต่อปี ผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่งขายทั้งในประเทศจีนและประเทศอื่นๆในทวีปเอเชีย ซึ่งเอเชียถือเป็นตลาดสำหรับเส้นใยโพลีเอสเตอร์สำหรับยางรถยนต์ที่ใหญ่ที่สุดและมีโอกาสเติบโตเร็วมากที่สุดในโลกด้วยความต้องการเส้นใยโพลีเอสเตอร์สำหรับยางรถยนต์ที่คิดเป็นกว่า 50% ของความต้องการทั่วโลกในปี 2556 อีกทั้งยังมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 8% ต่อปีในระหว่างปี 2552-2556 อีกด้วย

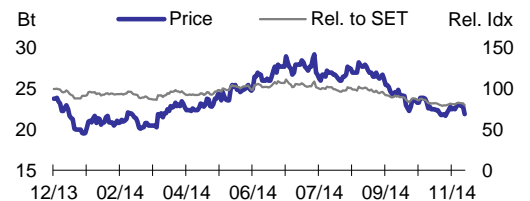
กำลังการผลิตเส้นใยโพลีเอสเตอร์เพิ่มขึ้นและขยายขีดความสามารถในกลุ่มธุรกิจ HVA ของบริษัท

การเข้าซื้อกิจการ PF Asia จะช่วยเพิ่มทั้งกำลังการผลิตโพลีเอสเตอร์ของ IVL 2% เป็น 1.82 ล้านตันต่อปี (และเพิ่มกำลังการผลิตรวมอีก 0.5% เป็น 8.41 ล้านตันต่อปี) และขยายขีดความสามารถในธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์โพลีเอสเตอร์สมรรถนะสูง (HVA) ของบริษัทขึ้นอีก 15% เป็น 322,000 เมตริกตันต่อปี เราคาดว่าบริษัทมีแนวโน้มสร้างผลประโยชน์ร่วมกับกับโรงงาน PET ของ IVL ในจีนที่มีอยู่ ณ ปัจจุบัน (ซึ่งจะช่วยขัฟพลายวัตถุดิบให้) นอกจากนี้ การเข้าซื้อกิจการดังกล่าวก็ยังจะช่วยหนุนการเติบโตของบริษัทในด้านผลิตภัณฑ์สมรรถนะสูงในกลุ่มยานยนต์ โดยกิจการซึ่งผลิตเส้นใยสมรรถนะสูงในกลุ่มยานยนต์ที่บริษัทเข้าซื้อก่อนหน้านี้ ได้แก่ Trevira และ PHP Fibers GmbH

Sector: Chemical Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 32.00 บาท
ราคา (08/12/57): 21.90 บาท

Price chart

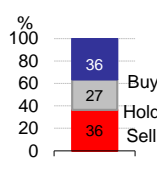


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.6)	(20.5)	(23.2)
Absolute	(3.1)	(21.1)	(8.0)

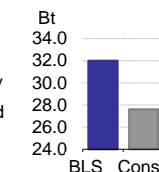
Key statistics

Market cap	Bt105.4bn	USD3.2bn
12-mth price range	Bt19.0/Bt29.8	
12-mth avg daily volume	Bt411m	USD12.5m
# of shares (m)	4,814	
Est. free float (%)	33.5	
Foreign limit (%)	100.0	

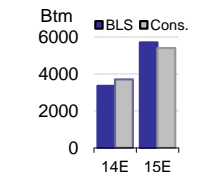
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	229,120	256,405	297,875	304,724
Net profit (Btm)	1,326	3,354	5,710	7,909
EPS (Bt)	0.28	0.70	1.19	1.64
EPS growth (%)	-51.6%	+153.0%	+70.2%	+38.5%
Core profit (Btm)	1,064	3,669	5,710	7,909
Core EPS (Bt)	0.22	0.76	1.19	1.64
Core EPS growth (%)	+95.4%	+244.9%	+55.6%	+38.5%
PER (x)	83.8	31.4	18.5	13.3
PBV (x)	1.8	1.3	1.3	1.2
Dividend (Bt)	0.1	0.2	0.4	0.5
Dividend yield (%)	0.6	1.0	1.6	2.2
ROE (%)	2.3	4.8	7.2	9.3

CG rating



คุณสุพพดา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

มูลค่าเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการ

เนื่องจาก PF Asia มีการดำเนินธุรกิจอยู่แล้ว เราจึงมองว่าบริษัทจะสามารถสร้างกำไรให้แก่ IVL ได้ทันทีที่ที่ดิลการเข้าซื้อกิจการแล้วเสร็จ ทั้งนี้ โดยปกติแล้วผลิตภัณฑ์สมรรถนะสูงจะมีอัตรากำไรที่ค่อนข้างมากกว่า (และอัตรากำไรดังกล่าวยังคงสูงกว่า) ผลิตภัณฑ์ชนิดโภคภัณฑ์ เบื้องต้นเราประเมินว่าการเข้าซื้อกิจการจะช่วยหนุนให้ประมาณการกำไรของเราในระยะยาวปรับเพิ่มขึ้น 4% และจะเพิ่มราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 คำนวณจากวิธี DCF อีก 1 บาทต่อหุ้น

คาดจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการเข้าซื้อกิจการได้โดยง่าย

เราคาดว่าขั้นตอนการดำเนินการต่างๆจะเสร็จสิ้นภายในไตรมาส 1/58 (ยังรอการอนุมัติจากผู้กำกับดูแล) และเนื่องด้วยดีลยังไม่แล้วเสร็จจึงยังไม่มีเปิดเผยต้นทุนใดๆ อย่างไรก็ตาม หากอ้างอิงคร่าวๆจากการเข้าซื้อธุรกิจผลิตภัณฑ์สมรรถนะสูงที่ผ่านมาของ IVL เราคาดว่าต้นทุนในการเข้าซื้อกิจการจะอยู่ที่ราวๆ 100-200 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดย IVL คาดจะสามารถจัดหาเงินทุนเพื่อการลงทุนในครั้งนี้ได้โดยง่ายจากการใช้กระแสเงินสดของบริษัทรวมกับการกู้ยืม ทั้งนี้ บริษัทได้ออกหุ้นกู้ประเภทไถ่ถอนเมื่อเลิกบริษัทมูลค่า 15,000 ล้านบาทเมื่อเร็วๆนี้ เราประเมินว่าสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิได้ลดลงเป็นราวๆ 0.7 เท่าจาก 1.1 เท่าก่อนที่บริษัทจะทำการออกหุ้นกู้ดังกล่าว

IVL : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	210,729	229,120	256,405	297,875	304,724
Cost of sales and services	(192,831)	(212,161)	(232,532)	(271,320)	(275,621)
Gross profit	17,897	16,959	23,873	26,554	29,103
SG&A	(11,927)	(12,848)	(16,470)	(16,383)	(16,760)
EBIT	5,971	4,111	7,403	10,171	12,343
Interest expense	(3,447)	(3,811)	(3,605)	(4,091)	(3,424)
Other income/exp.	570	1,276	1,215	1,227	1,239
EBT	3,094	1,576	5,013	7,307	10,158
Corporate tax	(2,072)	(1,294)	(1,489)	(1,157)	(1,603)
After-tax net profit (loss)	1,022	282	3,524	6,150	8,555
Minority interest	(164)	(191)	(286)	(599)	(830)
Equity earnings from affiliates	(889)	(723)	(781)	160	184
Extra items	2,772	1,957	896	0	0
Net profit (loss)	2,740	1,326	3,354	5,710	7,909
Reported EPS	0.57	0.28	0.70	1.19	1.64
Fully diluted EPS	0.57	0.28	0.70	1.19	1.64
Core net profit	544	1,064	3,669	5,710	7,909
Core EPS	0.11	0.22	0.76	1.19	1.64
EBITDA	12,032	10,462	14,104	16,993	19,288

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	13.2	8.7	11.9	16.2	2.3
Gross margin (%)	8.5	7.4	9.3	8.9	9.6
EBITDA margin (%)	5.7	4.6	5.5	5.7	6.3
Operating margin (%)	2.8	1.8	2.9	3.4	4.1
Net margin (%)	1.3	0.6	1.3	1.9	2.6
Core profit margin (%)	0.3	0.5	1.4	1.9	2.6
ROA (%)	1.7	0.7	1.7	2.8	3.9
ROCE (%)	2.4	1.1	2.5	4.2	6.2
Asset turnover (x)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
Current ratio (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
Gearing ratio (x)	1.0	1.0	0.8	0.6	0.4
Interest coverage (x)	1.7	1.1	2.1	2.5	3.6

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,374	4,114	19,276	5,078	4,957
Accounts receivable	25,597	28,827	32,260	37,478	38,339
Inventory	24,680	28,940	31,718	37,009	37,596
PP&E-net	86,725	96,213	96,190	91,871	87,486
Other assets	25,765	24,406	24,274	24,273	24,307
Total assets	172,474	189,042	210,586	202,921	200,258
Accounts payable	22,305	25,663	28,127	32,819	33,339
ST debts & current portion	19,021	20,002	31,095	27,921	19,016
Long-term debt	39,984	41,468	33,488	19,567	18,904
Other liabilities	7,026	9,230	9,692	10,176	10,685
Total liabilities	115,909	127,474	131,762	120,228	112,092
Paid-up capital	4,814	4,814	4,814	4,814	4,814
Share premium	29,775	29,775	29,775	29,775	29,775
Retained earnings	26,870	26,846	29,194	33,191	38,727
Shareholders equity	56,237	60,506	77,853	81,850	87,387
Minority interests	327	1,062	971	843	780
Total Liab.&Shareholders' equity	172,474	189,042	210,586	202,921	200,258

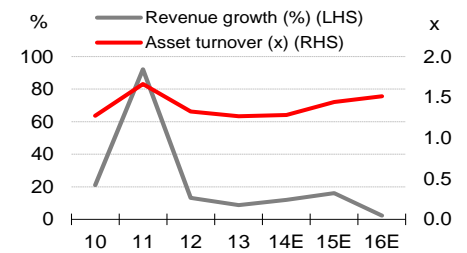
CASH FLOW (Btm)

Net income	2,740	1,326	3,354	5,710	7,909
Depreciation and amortization	6,700	7,037	7,387	7,508	7,631
Change in working capital	(43)	(4,617)	(3,696)	(5,762)	(871)
FX, non-cash adjustment & others	6,106	6,633	6,986	6,356	6,657
Cash flows from operating activities:	15,503	10,379	14,032	13,812	21,326
Capex (Invest)/Divest	(10,728)	(6,790)	(6,677)	(2,503)	(2,560)
Others	(25,645)	74	132	1	(34)
Cash flows from investing activities:	(36,372)	(6,716)	(6,546)	(2,502)	(2,594)
Debt financing (repayment)	16,502	(2,302)	(8,737)	(19,704)	(16,417)
Equity financing	(2,835)	(2,354)	13,539	(2,354)	(2,685)
Dividend payment	(456)	728	364	512	250
Others	(25,645)	74	132	1	(34)
Cash flows from financing activities:	13,207	(3,923)	5,166	(21,546)	(18,852)
Net change in cash	(7,662)	(260)	12,652	(10,236)	(120)
Free cash flow (Btm)	4,776	3,589	7,354	11,309	18,766
FCF per share (Bt)	0.99	0.75	1.53	2.35	3.90

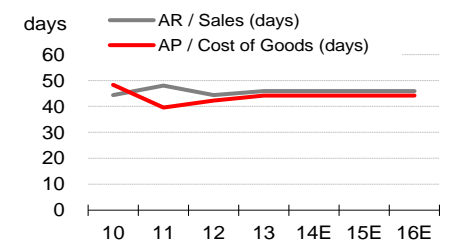
Key assumptions

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Production volume (kt)					
PET resin	2,555	2,897	3,332	3,398	3,398
PTA	1,917	1,997	2,120	2,120	2,120
Polyester fiber	783	909	1,030	1,063	1,063
Core EBITDA/tonne (US\$)	88	84	87	94	97

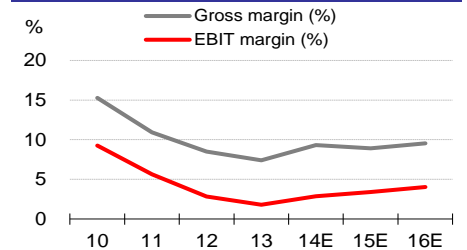
Revenue growth and asset turnover



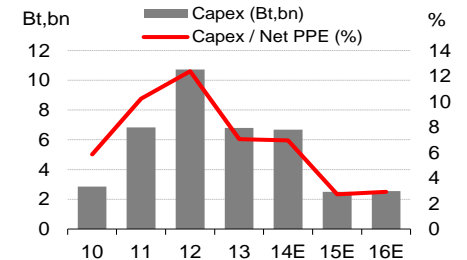
A/C receivable & A/C payable days



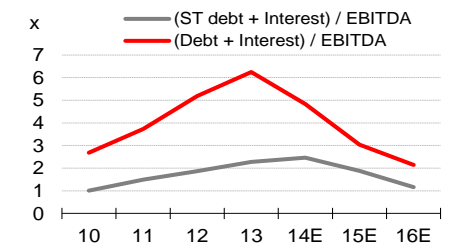
Profit margins



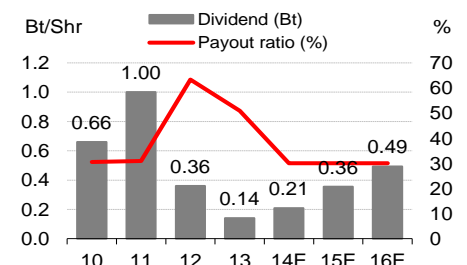
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



IVL : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	59,181	57,638	61,647	64,030	63,606
Cost of sales and services	(54,053)	(53,536)	(56,368)	(57,405)	(57,984)
Gross profit	5,128	4,102	5,279	6,625	5,622
SG&A	(3,193)	(3,776)	(3,859)	(4,245)	(4,328)
EBIT	1,935	326	1,420	2,380	1,293
Interest expense	(920)	(1,053)	(865)	(918)	(904)
Other income/exp.	168	258	361	270	404
EBT	1,184	(470)	916	1,732	793
Corporate tax	(448)	(266)	(475)	(507)	(318)
After-tax net profit (loss)	736	(736)	441	1,225	475
Minority interest	(108)	(13)	(75)	(115)	(31)
Equity earnings from affiliates	(206)	(261)	(236)	(204)	(132)
Extra items	669	540	239	577	275
Net profit (loss)	1,090	(469)	368	1,483	587
Reported EPS	0.23	(0.10)	0.08	0.31	0.12
Fully diluted EPS	0.23	(0.10)	0.08	0.31	0.12
Core net profit	169	134	1,214	1,033	521
Core EPS	0.04	0.03	0.25	0.21	0.11
EBITDA	3,560	2,019	3,150	4,228	3,178

KEY RATIOS

Gross margin (%)	8.7	7.1	8.6	10.3	8.8
EBITDA margin (%)	6.0	3.5	5.1	6.6	5.0
Operating margin (%)	3.3	0.6	2.3	3.7	2.0
Net margin (%)	1.8	(0.8)	0.6	2.3	0.9
Core profit margin (%)	0.3	0.2	2.0	1.6	0.8
BV (Bt)	12.2	12.8	12.8	13.1	12.7
ROE (%)	7.6	(3.2)	2.4	9.8	3.9
ROA (%)	2.4	(1.0)	0.8	3.1	1.2
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3
Gearing ratio (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Interest coverage (x)	2.1	0.3	1.6	2.6	1.4

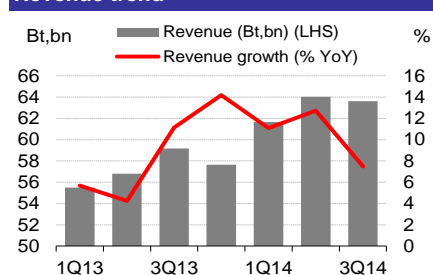
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	3,536	4,114	4,113	3,541	3,561
Accounts receivable	29,558	28,827	30,417	31,970	30,332
Inventory	25,682	28,940	27,171	28,081	29,526
PP&E-net	90,367	96,213	96,110	99,490	98,242
Other assets	25,174	24,406	23,410	23,734	23,430
Total assets	180,477	189,042	187,886	193,267	191,413
Accounts payable	24,987	25,663	27,095	28,779	31,198
ST debts & current portion	20,902	20,002	16,127	14,211	16,608
Long-term debt	36,936	41,468	39,256	40,576	36,150
Other liabilities	8,109	9,230	9,348	11,433	11,163
Total liabilities	121,716	127,474	126,490	130,149	130,241
Paid-up capital	4,814	4,814	4,814	4,814	4,814
Share premium	29,775	29,775	29,775	29,775	29,775
Retained earnings	27,413	26,846	27,262	28,118	27,788
Shareholders equity	58,254	60,506	60,254	60,883	59,111
Minority interests	507	1,062	1,141	2,235	2,060
Total Liab.&Shareholders' equity	180,477	189,042	187,886	193,267	191,413

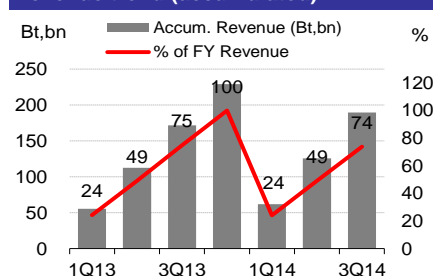
Key operating data

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Production volume (kt)					
PET resin	737	683	746	783	807
PTA	520	522	509	507	536
Polyester fiber	215	258	251	297	289
Core EBITDA/tonne (US\$)	84	87	103	99	80

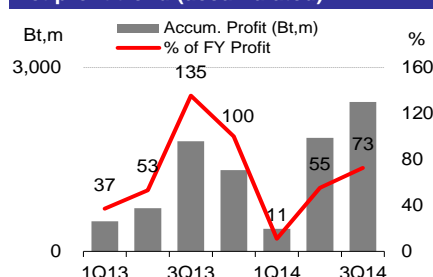
Revenue trend



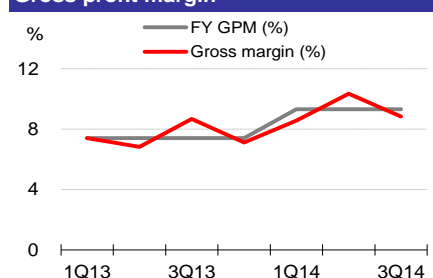
Revenue trend (accumulated)



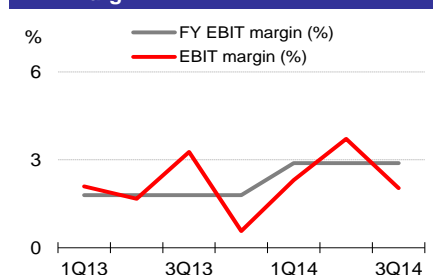
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



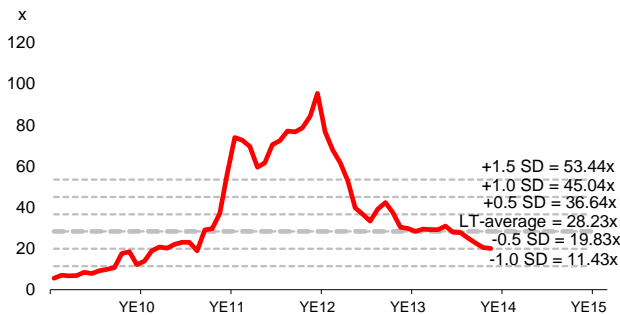
Company profile

IVL has expanded horizontally, upstream and across the world to become a leading global integrated polyester chain producer. From its Bangkok headquarters, the firm now operates 42 sites in 15 countries—Thailand, the USA, Lithuania, the UK, Ireland, the Netherlands, Italy, China, Mexico, Indonesia, Poland, Germany, France, Denmark, and Nigeria. IVL currently has total PET production capacity of 3.7mt per annum, PTA production capacity of 2.1mt per annum, polyester fiber capacity of 1.3mt per annum, and MEG production capacity of 0.5mt per annum.

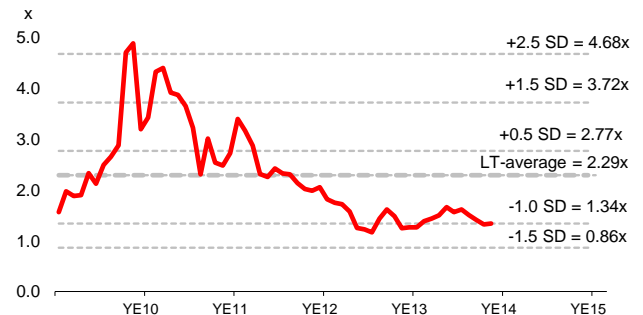
Regional comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Lotte Chemical	011170 KS	KRW180,500	5,563	21.0	13.6	0.4	54.8	0.9	0.8	6.8	4.6	0.6	0.7
LG Chem	051910 KS	KRW201,000	11,978	13.6	10.4	-14.1	30.8	1.1	1.0	10.7	8.7	2.0	2.1
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	MYR5.1	11,753	14.2	12.9	-5.1	8.4	1.6	1.5	13.3	12.6	3.6	4.0
Formosa Petrochemical	6505 TT	TWD68.2	20,876	24.5	22.8	1.5	5.3	2.6	2.5	12.2	11.4	3.5	3.9
Formosa Plastics	1301 TT	TWD70.6	14,441	18.8	17.9	17.0	3.7	1.6	1.6	9.8	9.3	3.3	3.7
Indorama Ventures	IVL TB	THB21.90	3,192	31.4	18.5	153.0	70.2	1.3	1.3	4.8	7.2	1.0	1.6
PTT Global Chemical	PTTGC TB	THB58.00	7,917	10.2	7.6	-23.2	35.5	1.0	0.9	10.4	13.2	4.4	6.0
Vinythai	VNT TB	THB10.10	362	42.7	21.5	41.5	98.8	0.7	0.7	1.7	3.4	0.8	1.7
Thai Plastic and Chemicals	TPC TB	THB28.75	762	9.0	9.1	-2.5	-0.6	1.3	1.2	15.3	13.9	7.2	7.2
Simple average				20.6	14.9	18.7	34.1	1.4	1.3	9.4	9.4	2.9	3.4

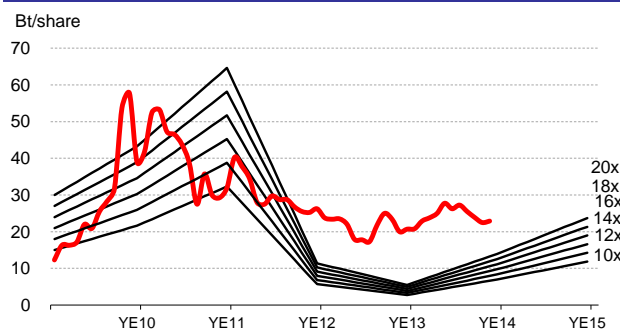
PER band versus SD (next 12 months)



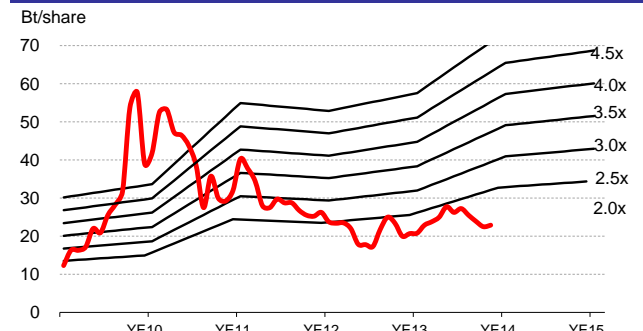
PBV band versus SD (next 12 months)



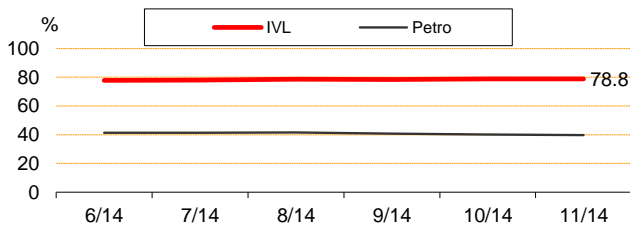
PER band and share price



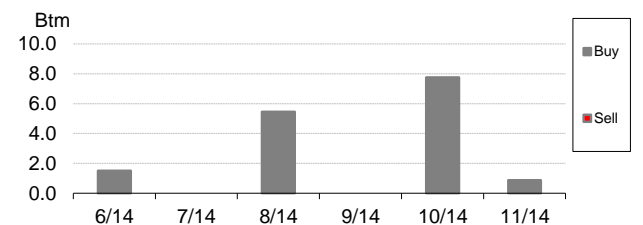
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months








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.

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	CBG, EPG

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

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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 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 does not conform nor certify the accuracy of such survey 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.