

PTT Global Chemical

PTTGC.TB / PTTGC.BK

11 กันยายน 2561

ความกังวลต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่อ่อนตัวมากเกินไป

ราคาหุ้น PTTGC ปรับตัวลงมา 13% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากมีความกังวลต่อแนวโน้มส่วนต่างราคาปิโตรเคมี อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าตลาดกังวลต่อประเด็นดังกล่าวมากเกินไป เนื่องจากส่วนต่างราคาปิโตรเคมีไม่ได้ปรับลดลงมากนัก และหากส่วนต่างราคาปิโตรเคมีดีกว่าคาด จะเป็นอัฟไซดต่อประมาณการของเรา ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2561 ที่ 8.6 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 11.1 เท่าอย่างมีนัยสำคัญ

ความกังวลต่อประเด็นส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนตัวมากเกินไป

คาดการณ์ที่ว่ากำลังการผลิตใหม่ที่จะเข้ามาในอุตสาหกรรมจะกดดันส่วนต่างราคาโพลีเอทิลีน (ผลิตภัณฑ์หลักของ PTTGC) ในไตรมาส 3/61 ทำให้นักลงทุนกังวลต่อภาพกำไรระยะสั้นของ PTTGC ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับลดลง (อ่อนตัวลง 13% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา) อย่างไรก็ตามเราคิดว่าตลาดมีความกังวลต่อประเด็นดังกล่าวมากเกินไป เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับลดลงนับจากต้นไตรมาสจนถึงปัจจุบันน้อยกว่าราคาหุ้นที่ปรับลดลง

ส่วนต่างราคา HDPE เทียบกับแนฟทาหอดตัว 7% QoQ (ขยายตัว 3% YoY) มาอยู่ที่ 691 เหรียญสหรัฐต่อตัน ขณะที่ส่วนต่างราคา HDPE เทียบกับอีเทนอ่อนตัวลงเพียง 2% QoQ (เพิ่มขึ้น 22% YoY) มาอยู่ที่ 829 เหรียญสหรัฐต่อตันนับจากต้นไตรมาส 3/61 จนถึงปัจจุบัน ขณะที่ส่วนต่างราคา LLDPE และ LDPE เทียบกับอีเทนลดลง 5% QoQ มาอยู่ที่ 644 เหรียญสหรัฐต่อตันและหดตัว 6% QoQ มาอยู่ที่ 675 เหรียญสหรัฐต่อตันตามลำดับในช่วงเดียวกัน ทั้งนี้เราคาดส่วนต่างราคาโพลีเอทิลีนเฉลี่ยของ PTTGC อ่อนตัวลงเพียง 4% QoQ มาอยู่ที่ 727 เหรียญสหรัฐต่อตัน

ส่วนต่างราคาอะโรเมติกส์ดีเกินคาด

แม้ไตรมาส 3 มักจะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของอุปสงค์ต่อผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ (PX และเบนซิน) ทั้งส่วนต่างราคา PX และเบนซินตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/61 จนถึงปัจจุบันขยายตัว หนุนโดยอุปสงค์แข็งแกร่งและอุปทานดิ่งตัว ส่วนต่างราคา PX ขยายตัว 41% QoQ (และ 39% YoY) มาอยู่ที่ 501 เหรียญสหรัฐต่อตัน ขณะที่ส่วนต่างราคาเบนซินขยายตัว 4% QoQ (ลดลง 31% YoY) มาอยู่ที่ 221 เหรียญสหรัฐต่อตันนับจากต้นไตรมาสจนถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาอะโรเมติกส์ที่กว้างขึ้น QoQ จะหนุนกำไรหลักไตรมาส 3/61 ของบริษัท

เรามุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มกำไรไตรมาส 3/61

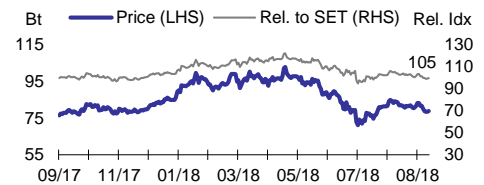
เราคาดกำไรหลักไตรมาส 3/61 จะเติบโตต่อเนื่อง YoY หนุนโดยปริมาณขายปิโตรเคมีมากขึ้น ส่วนต่างราคาปิโตรเคมีบางชนิดขยายตัว และส่วนแบ่งกำไรจากการซื้อสินทรัพย์จาก PTT เพิ่มขึ้น ขณะที่โรงกลั่นจะดำเนินการผลิตเต็มกำลัง ปริมาณขายปิโตรเคมีมีแนวโน้มสูงขึ้น YoY จากการขยายกำลังการผลิตและวัตถุดิบก๊าซจาก PTT เพิ่มขึ้น อีกทั้งอุปสงค์-อุปทานที่สมดุลขึ้นน่าจะหนุนราคาและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีส่วนมากให้ขยายตัว YoY ในไตรมาส 3/61 แม้ค่าการกลั่นอ่อนตัวลงตามปัจจัยทางฤดูกาล ส่วนต่างราคาปิโตรเคมีนับจากต้นไตรมาสจนถึงปัจจุบัน ทำให้เรามุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มกำไรหลักไตรมาส 3/61 โดยปัจจุบันเราคาดว่ากำไรหลักจะเติบโต QoQ (ก่อนหน้านี้เราคาดว่าจะอ่อนตัวลง QoQ)

Sector: Chemical NEUTRAL

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 120.00 บาท

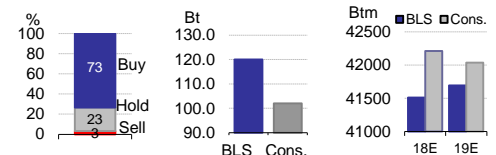
ราคา (10/09/61): 79.00 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.8)	(8.6)	0.7
Absolute	(3.7)	(10.5)	3.9

Key statistics

Market cap	Bt356.2bn	USD10.8bn
12-mth price range	Bt69.5/Bt105.0	
12-mth avg daily volume	Bt1,571m	USD47.8m
# of shares (m)	4,509	
Est. free float (%)	51.2	
Foreign limit (%)	37.0	

Consensus rating BLS target price vs. Consensus Consensus rating

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	439,921	602,580	603,590	612,614
Net profit (Btm)	39,298	41,512	41,695	42,868
EPS (Bt)	8.72	9.21	9.25	9.51
EPS growth (%)	+53.5%	+5.6%	+0.4%	+2.8%
Core profit (Btm)	40,280	41,512	41,695	42,868
Core EPS (Bt)	8.93	9.21	9.25	9.51
Core EPS growth (%)	+76.7%	+3.1%	+0.4%	+2.8%
PER (x)	8.5	8.6	8.5	8.3
PBV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
Dividend (Bt)	4.3	4.1	4.2	4.3
Dividend yield (%)	5.7	5.2	5.3	5.4
ROE (%)	15.1	14.5	13.5	12.9

CG/Anti-corruption



สัพพดา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

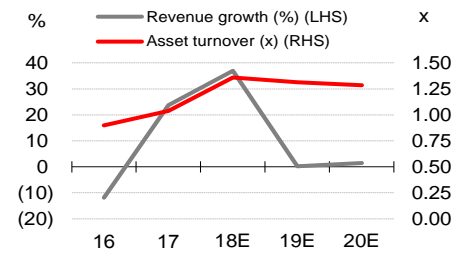
suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

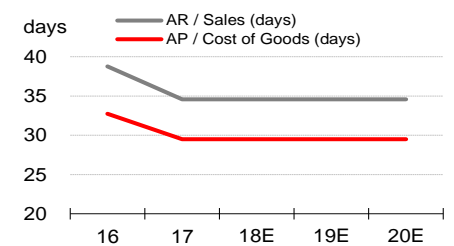
PTTGC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	355,524	439,921	602,580	603,590	612,614
Cost of sales and services	(316,866)	(385,129)	(545,105)	(546,399)	(554,468)
Gross profit	38,658	54,792	58,475	58,191	59,145
SG&A	(12,678)	(14,197)	(15,667)	(15,693)	(15,928)
EBIT	25,980	40,595	42,808	42,498	43,218
Interest expense	(4,277)	(3,935)	(3,753)	(3,529)	(3,237)
Other income/exp.	1,261	2,166	3,240	3,499	3,779
EBT	22,964	38,825	42,294	42,468	43,759
Corporate tax	(3,090)	(3,863)	(5,003)	(5,025)	(5,166)
After-tax net profit (loss)	19,874	34,962	37,292	37,443	38,593
Minority interest	(258)	(452)	(460)	(462)	(475)
Equity earnings from affiliates	2,576	5,572	4,680	4,714	4,750
Extra items	3,410	(784)	0	0	0
Net profit (loss)	25,602	39,298	41,512	41,695	42,868
Reported EPS	5.68	8.72	9.21	9.25	9.51
Fully diluted EPS	5.68	8.72	9.21	9.25	9.51
Core net profit	22,794	40,280	41,512	41,695	42,868
Core EPS	5.06	8.93	9.21	9.25	9.51
EBITDA	43,285	60,046	62,843	63,510	65,227
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(11.9)	23.7	37.0	0.2	1.5
Gross margin (%)	10.9	12.5	9.7	9.6	9.7
EBITDA margin (%)	12.2	13.6	10.4	10.5	10.6
Operating margin (%)	7.3	9.2	7.1	7.0	7.1
Net margin (%)	7.2	8.9	6.9	6.9	7.0
Core profit margin (%)	6.4	9.2	6.9	6.9	7.0
ROA (%)	6.5	9.3	9.4	9.1	9.0
ROCE (%)	7.5	10.9	10.9	10.7	10.6
Asset turnover (x)	0.9	1.0	1.4	1.3	1.3
Current ratio (x)	2.4	2.3	2.1	2.2	2.4
Gearing ratio (x)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	6.1	10.3	11.4	12.0	13.4
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	46,889	55,050	43,934	56,979	68,328
Accounts receivable	37,752	41,697	57,114	57,210	58,065
Inventory	38,358	37,755	53,438	53,564	54,356
PP&E-net	223,992	219,689	214,349	214,614	214,293
Other assets	60,353	74,538	76,103	79,094	82,263
Total assets	413,513	434,964	451,485	468,337	484,524
Accounts payable	28,426	31,137	44,071	44,175	44,828
ST debts & current portion	11,450	10,226	11,404	13,346	11,404
Long-term debt	85,665	87,588	66,704	56,673	48,585
Other liabilities	6,365	6,799	7,139	7,496	7,871
Total liabilities	146,500	154,700	149,215	142,583	134,625
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	35,279	38,628	38,712	38,801	38,894
Retained earnings	164,988	189,783	212,615	235,547	259,124
Shareholders equity	246,016	274,870	296,415	319,436	343,107
Minority interests	2,667	5,394	5,855	6,317	6,793
Total Liab.&Shareholders' equity	413,514	434,964	451,485	468,337	484,524
CASH FLOW (Btm)					
Net income	25,602	39,298	41,512	41,695	42,868
Depreciation and amortization	17,304	19,451	20,035	21,013	22,010
Change in working capital	(1,825)	2,607	(18,166)	(118)	(994)
FX, non-cash adjustment & others	5,486	599	(20,466)	(20,047)	(21,006)
Cash flows from operating activities:	46,566	61,955	22,915	42,542	42,878
Capex (Invest)/Divest	(18,276)	(15,605)	5,340	(265)	321
Others	16,319	(25,940)	(1,565)	(2,991)	(3,169)
Cash flows from investing activities	(1,957)	(41,545)	3,774	(3,256)	(2,848)
Debt financing (repayment)	(13,641)	3,201	(19,706)	(8,088)	(10,030)
Equity financing	1,397	6,450	0	0	0
Dividend payment	(12,850)	(19,163)	(18,680)	(18,763)	(19,291)
Others	16,319	(25,940)	(1,565)	(2,991)	(3,169)
Cash flows from financing activities	(25,094)	(9,511)	(38,386)	(26,851)	(29,321)
Net change in cash	19,515	10,899	(11,697)	12,435	10,709
Free cash flow (Btm)	28,290	46,350	28,254	42,277	43,199
FCF per share (Bt)	6.3	10.3	6.3	9.4	9.6
Key assumptions	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Product spreads					
GRM (US\$/bbl)	5.3	6.7	7.0	7.0	6.0
Ethylene-Naphtha spread (US\$/t)	639	596	550	550	550
HDPE-Naphtha spread (US\$/t)	734	672	600	600	600
MEG-0.63Ethylene spread (US\$/t)	130	327	126	126	126
PX-Condensate spread (US\$/t)	395	380	360	360	360

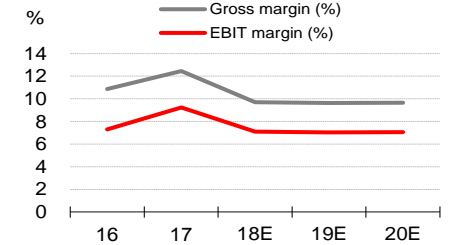
Revenue growth and asset turnover



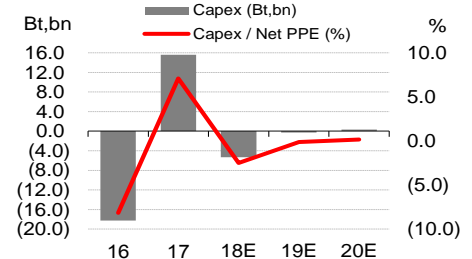
A/C receivable & A/C payable days



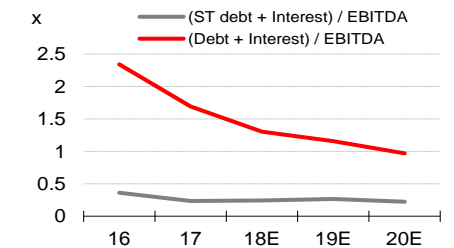
Profit margins



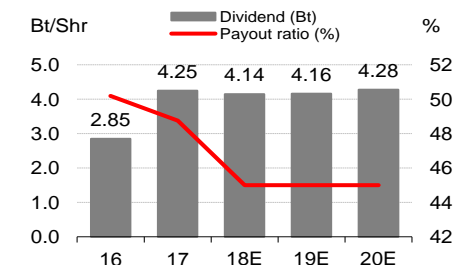
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PTTGC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Revenue	103,374	105,344	119,572	121,706	129,698
Cost of sales and services	(92,660)	(92,262)	(104,759)	(106,972)	(115,905)
Gross profit	10,714	13,083	14,813	14,734	13,794
SG&A	(3,120)	(3,348)	(4,571)	(3,229)	(3,353)
EBIT	7,594	9,735	10,242	11,504	10,440
Interest expense	(986)	(985)	(949)	(791)	(952)
Other income/exp.	507	712	724	544	541
EBT	7,115	9,461	10,017	11,257	10,029
Corporate tax	13	(1,233)	(1,020)	(1,237)	(1,340)
After-tax net profit (loss)	7,128	8,228	8,997	10,020	8,689
Minority interest	(77)	(123)	(193)	(174)	395
Equity earnings from affiliates	1,571	875	1,703	1,996	1,514
Extra items	(673)	975	(2,293)	546	229
Net profit (loss)	7,949	9,955	8,213	12,388	10,828
Reported EPS	1.76	2.21	1.82	2.75	2.40
Fully diluted EPS	1.76	2.21	1.82	2.75	2.40
Core net profit	8,622	8,979	10,506	11,842	10,599
Core EPS	1.91	1.99	2.33	2.63	2.35
EBITDA	12,437	14,588	14,990	16,167	15,153

KEY RATIOS

Gross margin (%)	10.4	12.4	12.4	12.1	10.6
EBITDA margin (%)	12.0	13.8	12.5	13.3	11.7
Operating margin (%)	7.3	9.2	8.6	9.5	8.0
Net margin (%)	7.7	9.4	6.9	10.2	8.3
Core profit margin (%)	8.3	8.5	8.8	9.7	8.2
BV (Bt)	58.1	59.8	62.2	64.8	64.8
ROE (%)	12.3	15.3	12.2	17.6	15.1
ROA (%)	8.0	9.8	7.7	11.2	9.7
Current ratio (x)	2.8	2.2	2.3	2.3	2.1
Gearing ratio (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Interest coverage (x)	7.7	9.9	10.8	14.5	11.0

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

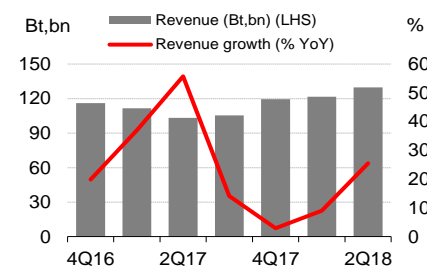
Cash & Equivalent	39,049	32,870	43,429	36,042	26,944
Accounts receivable	30,850	35,133	41,697	38,787	39,740
Inventory	37,455	38,229	37,755	41,756	47,671
PP&E-net	218,895	222,240	219,689	225,202	228,777
Other assets	47,035	74,956	74,538	77,496	82,261
Total assets	394,509	419,561	434,964	446,571	448,802
Accounts payable	22,317	28,673	31,137	33,290	34,402
ST debts & current portion	11,272	13,019	10,226	8,418	9,807
Long-term debt	79,524	88,354	87,588	82,452	84,956
Other liabilities	5,229	4,211	4,959	6,931	5,273
Total liabilities	132,386	150,026	154,700	154,351	156,432
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Retained earnings	176,181	179,471	189,783	202,173	201,729
Shareholders equity	256,870	264,076	274,870	286,718	287,538
Minority interests	5,253	5,460	5,394	5,501	4,832
Total Liab.&Shareholders' equity	394,509	419,561	434,964	446,571	448,802

Key operating data	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Refinery intake (kbd)	178	182	182	182	183
Aromatics products (PX+BZ) (kt)	421	511	600	563	598
Total olefins products (kt)	637	682	692	646	701
Market GRM (\$/bbl)	6.1	8.1	6.8	6.2	6.2
PX-Condensate spread (\$/t)	384	360	358	383	356
HDPE-Naphtha spread (\$/t)	687	670	655	798	743

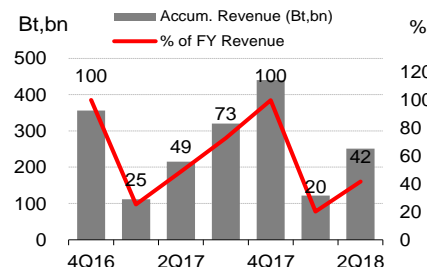
Company profile

PTT Global Chemical Plc (PTTGC) is the flagship of PTT's petrochemicals business. The firm is a fully-integrated petrochemicals manufacturer that produces and sells a range of olefins, aromatics and related downstream petrochemicals products. It has a combined annual production capacity of 8.9m tonnes, making it Thailand's largest (and a world-scale) petrochemical producer.

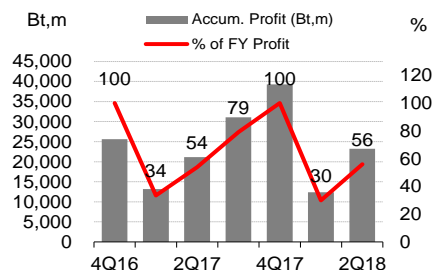
Revenue trend



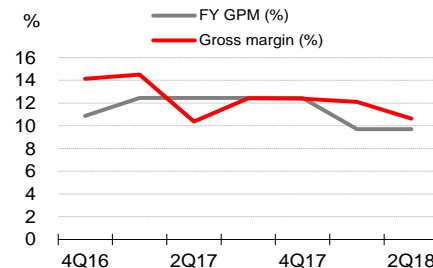
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

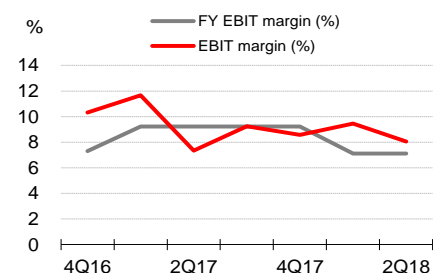
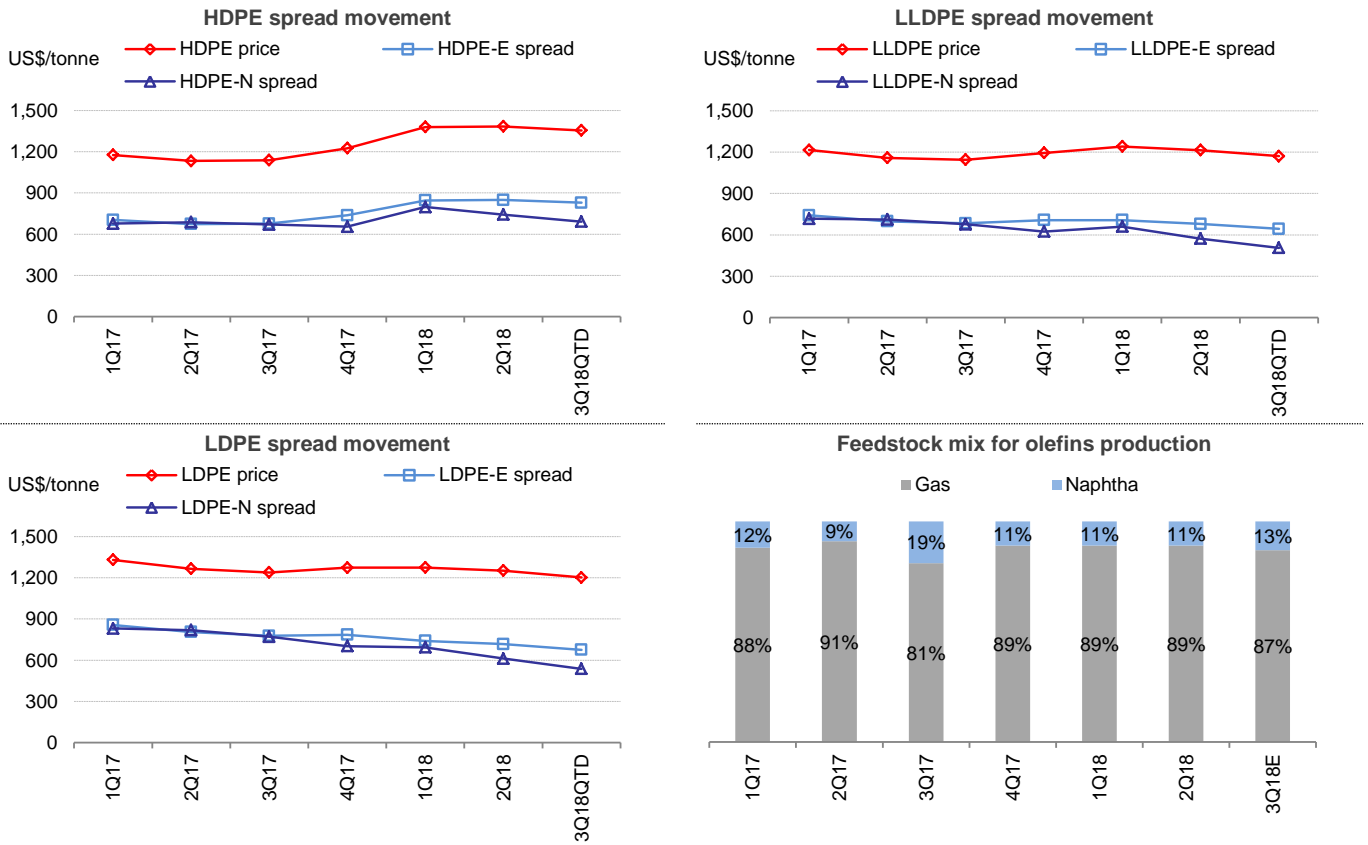
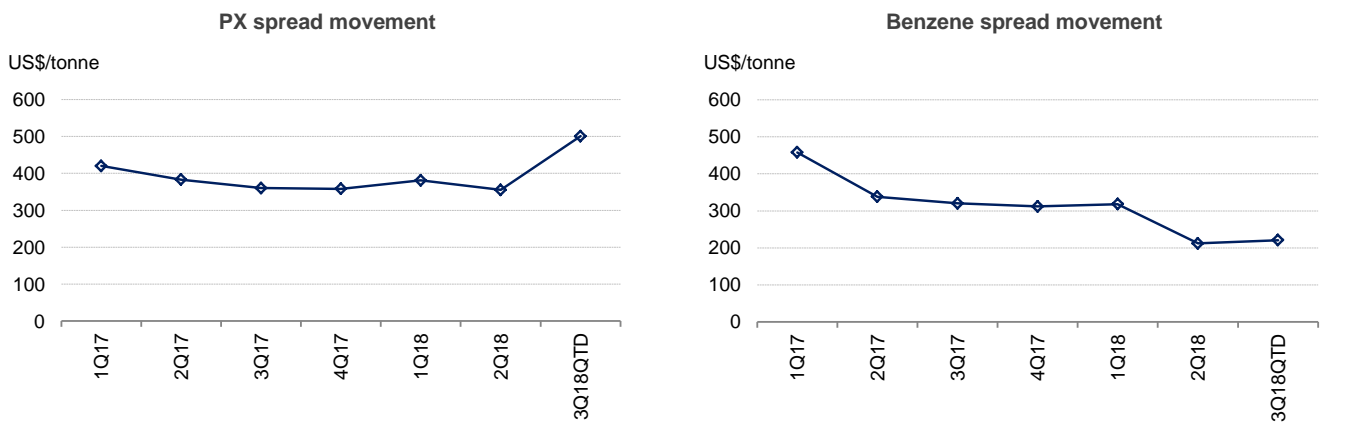


Figure 1: Polyethylene spreads have softened only marginally in 3Q18-to-date, despite the fact that it is low season



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Aromatics margins in 3Q18-to-date pitched a positive surprise

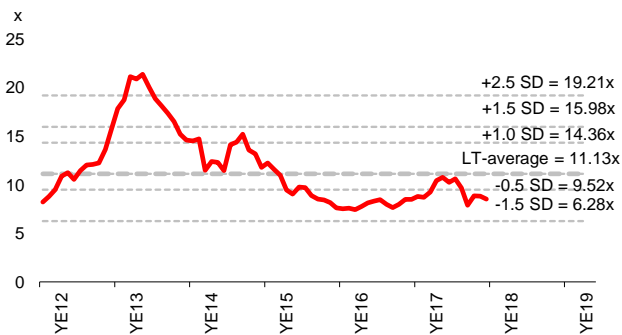


Sources: Company data, Bualuang Research estimates

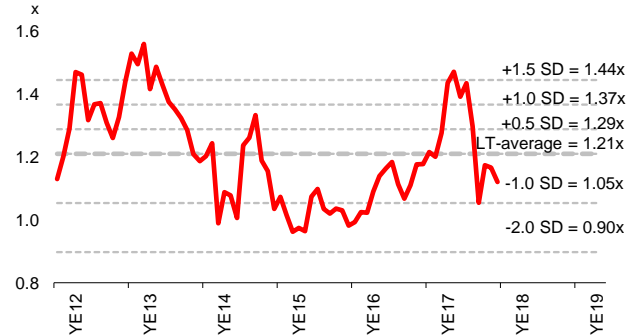
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Lotte Chemical	011170 KS	KRW300,000	9,088	5.0	4.7	-7.6	5.2	0.8	0.7	16.8	15.5	3.7	4.2
LG Chem	051910 KS	KRW347,000	21,650	13.3	11.9	3.1	9.9	1.5	1.4	11.5	11.5	1.7	1.8
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	MYR9.4	18,170	17.6	17.0	0.8	3.0	2.5	2.3	14.6	14.4	2.9	3.0
Formosa Petrochemical	6505 TT	TWD124.5	38,457	15.9	17.6	-7.4	-10.0	3.3	3.3	20.3	18.8	4.7	4.4
Formosa Plastics	1301 TT	TWD111.5	23,016	13.1	13.2	9.3	-0.6	2.0	1.9	14.7	14.2	5.4	5.3
Global Green Chemicals	GGC TB	THB11.30	352	n.m.	10.4	n.m.	n.m.	1.2	1.1	-12.5	10.9	0.0	2.9
Indorama Ventures	IVL TB	THB57.25	9,794	12.1	10.7	27.9	13.2	2.1	1.9	20.6	19.7	2.7	3.0
PTT Global Chemical	PTTGC TB	THB79.00	10,852	8.6	8.5	5.6	0.4	1.2	1.1	14.5	13.5	5.2	5.3
Simple average				12.2	11.8	4.5	3.0	1.8	1.7	12.6	14.8	3.3	3.7

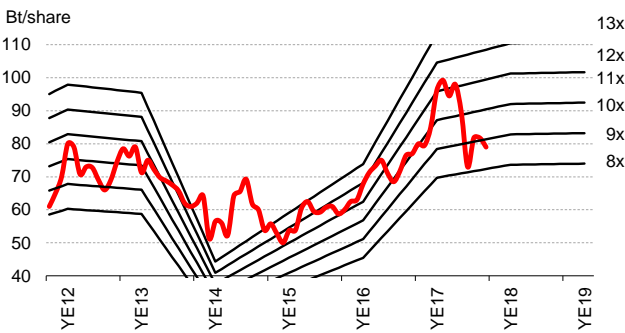
PER band versus SD (next 12 months)



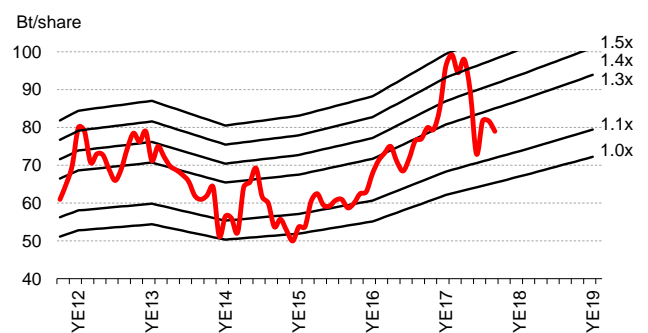
PBV band versus SD (next 12 months)



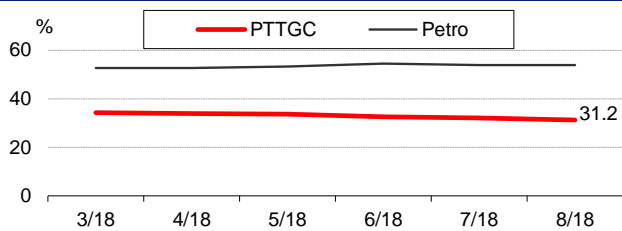
PER band and share price



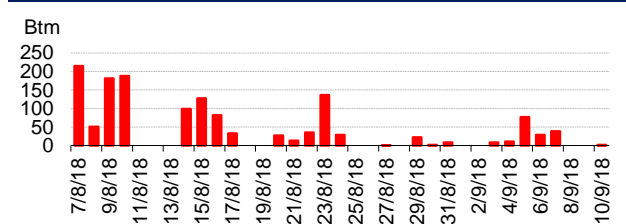
PBV band and share price



Foreign holdings



Short selling activities during past four weeks



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.

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

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		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

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 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.