

# อินเทลลิงค์ คอมมิวนิเคชั่น

ILINK TB / ILINK.BK

11 สิงหาคม 2559

## Unlocking ITEL value

### ประเด็นการลงทุน

คาดการณ์ราคาหุ้นจะสามารถไปได้ดี แม้จะปรับตัวขึ้นมา 23% นับแต่ต้นปี เพราะมีปัจจัยหนุนจาก **1)** การปลดล็อกมูลค่าของ ITEL ที่กำลังจะเข้าตลาดฯ เต็มหน้า **2)** คาดกำไรจากรายได้ที่เป็น Recurring income ของ ILINK และ ITEL จะมีน้ำหนักเพิ่มขึ้นเป็น 80% ใน 1-2 ปี ข้างหน้า (เดิมเพียง 70%) หนุนให้นักลงทุนมองภาพธุรกิจมีความต่อเนื่องมากยิ่งขึ้น **3)** คาดกำไร 2H16 จะเติบโตจาก 1H16 เพราะธุรกิจจัดจำหน่ายเข้าสู่ high season และจะเริ่มรับรู้รายได้งานโครงการ AOT ที่ใน 4Q16 นี้

เราลดคำแนะนำ "ซื้อ" และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 30 บาท ปัจจุบันหุ้นเทรดบน P/E เพียง 20 เท่า ให้ส่วนลดจากค่าเฉลี่ยในอดีตถึง 1SD ในขณะที่ประมาณการรายได้มีความชัดเจนสูงถึง 90% คาดราคาหุ้นจะ Re-Rate ขึ้นมาเทรดบน P/E ค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 24 เท่าได้

### สรุปผลประกอบการ 2Q16

บริษัทรายงานกำไร 2Q16 ที่ 53 ล้านบาท เป็นไปตามคาด (ลดลงเล็กน้อย 9%YoY และ 12%QoQ) เพราะปีที่แล้วบริษัทมีรายได้จากธุรกิจวิศวกรรมจำนวน 180 ล้านบาท ซึ่งรับรู้รายได้ไปเกือบหมดแล้ว โดยรายได้จาก 1) ธุรกิจจัดจำหน่ายเติบโต 13.2%YoY และอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 24.9% เพิ่มขึ้นจาก 1Q16 ที่ 22.5% 2) รายได้ (ITEL) ค่าเช่าวงจร และ data center เติบโต 75%YoY 3) ธุรกิจวิศวกรรม (ITEL) มีการรับรู้รายได้ 79 ล้านบาท และมีอัตรากำไรขั้นต้น 32%

### ปลดล็อกมูลค่าที่แท้จริงของ ITEL

เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 30 บาท อิงวิธีส่วนรวมมูลค่ากิจการ (Sum-of-the-parts) หลังจาก spin-off ITEL จาก **1)** มูลค่าของ ILINK ที่ 22.40 บาท ถึง P/E ค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 24.5 เท่า จากคาดการณ์กำไรปี 2017 และ **2)** มูลค่าของ ITEL ตามมูลค่าเหมาะสมที่เราประเมินคิดเป็นมูลค่าเพิ่มให้ ILINK อีก 7.63 บาท ทั้งนี้เราปรับประมาณการกำไรปี 2017 ขึ้น เป็น 401 ล้านบาท เติบโต 54% เพื่อสะท้อนประมาณการกำไรของ ITEL ที่เติบโตสูง โดยที่รายได้ปี 2017 ที่เราประเมินมีความชัดเจน/มี backlog แล้ว สูงถึง 90% และคาดส่วนที่เหลือจะได้โครงการอุปโภคบริโภคที่บริษัทมีศักยภาพจะได้รับงาน

### กำไรจากรายได้ Recurring income ขึ้นเป็นส่วนใหญ่ของพอร์ต

คาดกำไรจากรายได้ Recurring income จะมีน้ำหนักเป็น 80% ภายใน 1-2 ปี ข้างหน้า (จากเดิมเพียง 70%) ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนมองพื้นฐานของบริษัทเปลี่ยนไปจากบริษัทที่อิงงานประมูล ไปเป็น Recurring income growth โดยหลังจากที่ ITEL เข้าจดทะเบียนใน MAI รายได้ Recurring income จะเติบโตแข็งแกร่งจาก 2 ทางหลัก ได้แก่ **1)** ธุรกิจจัดจำหน่ายของ ILINK ซึ่งบริษัทเป็นผู้นำตลาดสายสัญญาณด้วย market share ราว 60% **2)** ธุรกิจโทรคมนาคม (ค่าเช่าบริการ โครงข่าย และ Data center) ของ ITEL โดยเฉพาะรายได้ค่าบริการโครงข่ายซึ่งมีการเติบโตสูงถึง 28%/ปี CAGR 2016-18

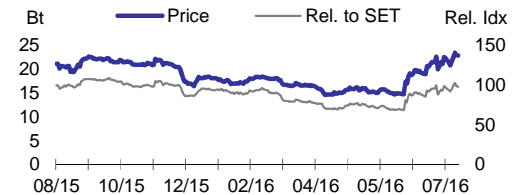
### แนวโน้มกำไรเข้าสู่ขาขึ้นเต็มตัว

คาดผลประกอบการมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องในช่วง 1-2 ไตรมาสข้างหน้า ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนงานจัดจำหน่าย (60% ของรายได้) ที่กำลังจะเข้าสู่ช่วง high season (ซึ่งไตรมาส 3 และ 4 มีแนวโน้มที่ดีขึ้นตามลำดับ) และยังได้ปัจจัยหนุนจากการรับรู้รายได้โครงการ AOT ใน 4Q16 นี้ ที่บริษัทเพิ่งจะมีการชนะประมูลไป

### Sector: ICT

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 30.00 บาท  
ราคา (10/08/59): 22.70 บาท

### Price chart

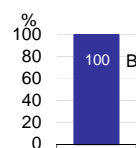


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	10.7	29.4	(0.9)
Absolute	15.7	41.4	9.0

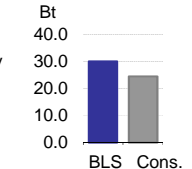
### Key statistics

Market cap	Bt8.3bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt14.5/Bt23.8	
12-mth avg daily volume	Bt40m	USD1.2m
# of shares (m)	362	
Est. free float (%)	36.6	
Foreign limit (%)	40.0	

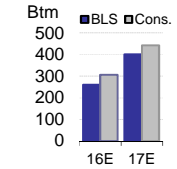
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	3,058	3,075	4,450	4,848
Net profit (Btm)	266	260	401	454
EPS (Bt)	0.79	0.72	1.11	1.27
EPS growth (%)	-5.4%	-9.4%	+54.9%	+14.0%
Core profit (Btm)	266	260	401	454
Core EPS (Bt)	0.73	0.72	1.11	1.25
Core EPS growth (%)	-2.8%	-2.0%	+54.2%	+13.2%
PER (x)	23.9	31.6	20.4	17.9
PBV (x)	3.5	4.1	3.6	3.2
Dividend (Bt)	0.26	0.29	0.45	0.51
Dividend yield (%)	1.4	1.3	2.0	2.2
ROE (%)	16.1	13.6	18.8	18.9

CG/Anti-Corruption NA / 2

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

ธนัท พจน์เกษมสิน  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
Thanat.poj@bualuang.co.th  
+662 618 1333



## ILINK : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Revenue	658	771	671	720	645
Cost of sales and services	(494)	(591)	(517)	(547)	(475)
Gross profit	164	181	154	172	170
SG&A	(84)	(97)	(105)	(93)	(99)
<b>EBIT</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>49</b>	<b>80</b>	<b>71</b>
Interest expense	(8)	(7)	(16)	(10)	(11)
Other income/exp.	0	4	10	6	6
<b>EBT</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>42</b>	<b>75</b>	<b>66</b>
Corporate tax	(15)	(16)	(10)	(16)	(13)
After-tax net profit (loss)	58	65	32	60	53
Minority interest	(0)	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>53</b>
Reported EPS	0.18	0.20	0.10	0.16	0.15
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.16</b>	<b>0.18</b>	<b>0.10</b>	<b>0.16</b>	<b>0.15</b>
<b>Core net profit</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>53</b>
Core EPS	0.17	0.20	0.09	0.18	0.15
<b>EBITDA</b>	<b>105</b>	<b>112</b>	<b>85</b>	<b>113</b>	<b>105</b>

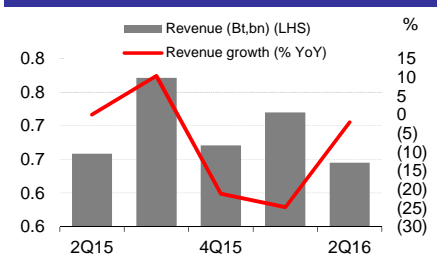
### KEY RATIOS

Gross margin (%)	25.0	23.4	22.9	23.9	26.4
EBITDA margin (%)	16.0	14.5	12.7	15.7	16.3
Operating margin (%)	12.2	10.9	7.3	11.1	11.0
Net margin (%)	8.8	8.5	4.7	8.3	8.2
Core profit margin (%)	8.8	8.5	4.7	8.3	8.2
BV (Bt)	5.1	5.3	5.4	5.6	5.7
ROE (%)	13.7	14.8	7.0	12.7	10.3
ROA (%)	7.2	7.6	3.7	6.5	5.4
Current ratio (x)	1.1	1.0	1.1	1.0	1.3
Gearing ratio (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Interest coverage (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

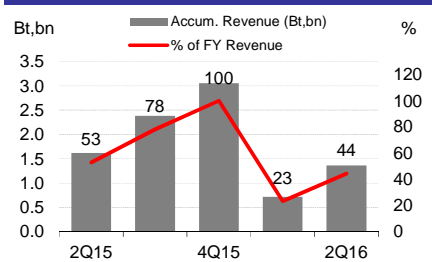
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	168	166	305	332	288
Accounts receivable	414	572	381	361	362
Inventory	231	281	224	205	250
PP&E-net	1,908	2,086	2,272	2,365	2,462
Other assets	493	327	268	395	553
<b>Total assets</b>	<b>3,214</b>	<b>3,432</b>	<b>3,450</b>	<b>3,658</b>	<b>3,915</b>
Accounts payable	782	896	720	785	769
ST debts & current portion	223	254	57	82	114
Long-term debt	449	459	819	855	929
Other liabilities	75	55	39	54	44
<b>Total liabilities</b>	<b>1,529</b>	<b>1,664</b>	<b>1,635</b>	<b>1,776</b>	<b>1,856</b>
Paid-up capital	330	332	335	336	362
Share premium	543	558	576	583	771
Retained earnings	809	875	900	960	922
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,681</b>	<b>1,765</b>	<b>1,811</b>	<b>1,879</b>	<b>2,055</b>
Minority interests	4	4	4	4	4
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>3,214</b>	<b>3,432</b>	<b>3,450</b>	<b>3,658</b>	<b>3,915</b>

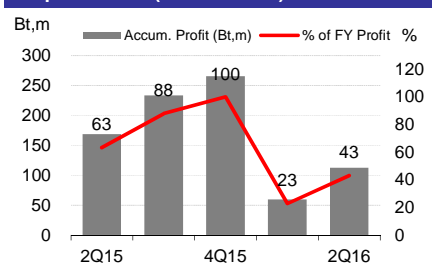
### Revenue trend



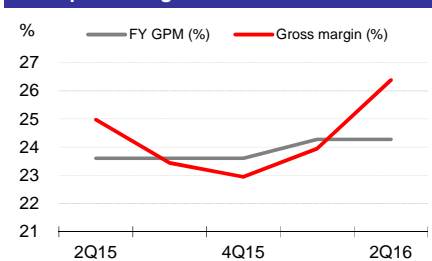
### Revenue trend (accumulated)



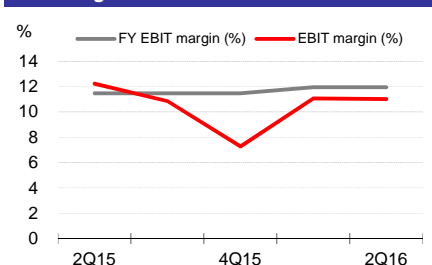
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin

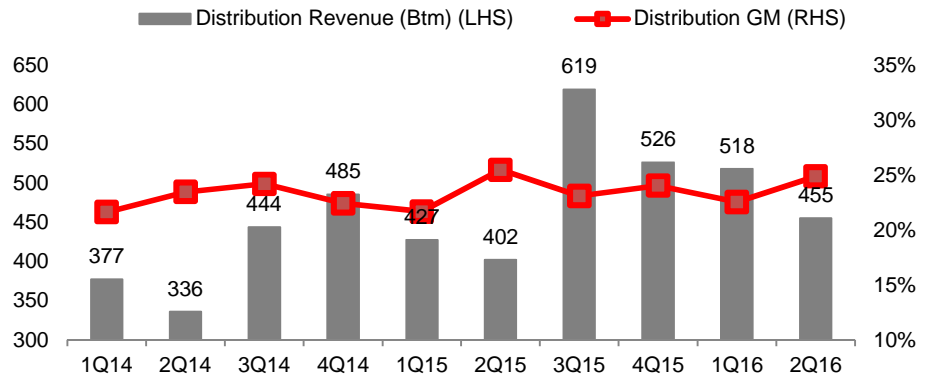


### EBIT margin

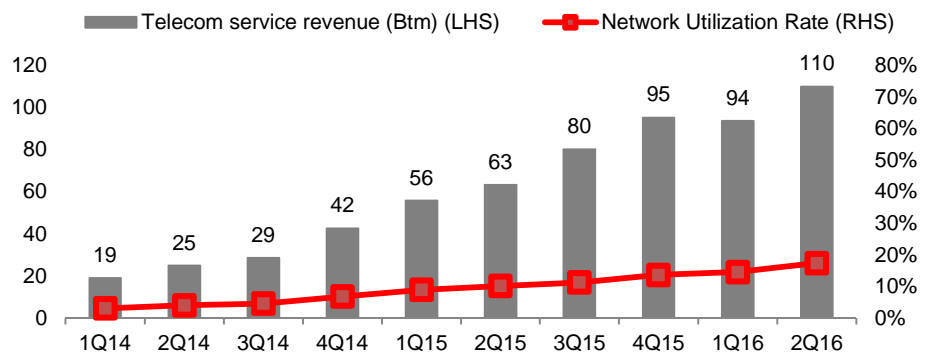


### Company profile

บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) ("ILINK") เป็นผู้นำเข้าและจำหน่ายสายสัญญาณสื่อสารคอมพิวเตอร์และโทรคมนาคม (Cabling) ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยจัดจำหน่ายสินค้าที่ทันสมัยอันดับต้นๆ ของโลก ได้แก่ LINK AMP และ 19" GERMANY EXPORT RACK อีกทั้งยังมีสินค้าที่หลากหลาย ครบคลุมและครบวงจร และมีธุรกิจรับออกแบบก่อสร้างและ/หรือติดตั้งระบบสื่อสารสายสัญญาณและสายเคเบิลไฟฟ้าแรงสูงทุกประเภท ได้แก่ สายเคเบิลใยแก้วนำแสง (Fiber Optic Cable), สายเคเบิลใต้ทะเล (Submarine Cable), สายเคเบิลใต้ดิน (Underground Cable) และสายส่งไฟฟ้าแรงสูง (Transmission Line Cable) นอกจากนี้ยังมี บริษัท อินเทอร์เน็ต เทเลคอม จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่จัดตั้งขึ้นเพื่อต่อยอดจากการที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญด้านเทคโนโลยีเคเบิลใยแก้วนำแสงมากกว่า 25 ปี และมีประสบการณ์เป็นผู้รับเหมาก่อสร้างโครงการเคเบิลใยแก้วนำแสงขนาดใหญ่ให้กับหน่วยงานภาครัฐและเอกชน

**Figure 1 : Distribution business performance**


Sources: Company data

**Figure 2 : Telecom business performance**


Sources: Company data, Bualuang Research estimates

**Figure 3 : 2Q16 result**

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q16	2Q15	YoY %	1Q16	QoQ %	6M16	6M15	YoY %	6M16 vs. FY16E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	645	658	(2)	720	(10)	1,365	1,616	(16)	44
Cost of sales and services	(475)	(494)	(4)	(547)	(13)	(1,022)	(1,229)	(17)	44
EBITDA	105	105	0	113	(7)	218	266	(18)	46
SG&A	(99)	(84)	18	(93)	7	(192)	(169)	14	51
EBIT	71	81	(12)	80	(11)	151	218	(31)	41
Interest expense	(11)	(8)	34	(10)	4	(21)	(14)	52	66
Other income/exp.	6	0	1,961	6	(3)	12	7	60	58
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	n.m.
Extra items	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	n.m.
<b>EBT</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>(9)</b>	<b>75</b>	<b>(12)</b>	<b>141</b>	<b>212</b>	<b>(33)</b>	<b>40</b>
Corporate tax	(13)	(15)	(8)	(16)	(15)	(29)	(42)	(31)	41
Minority interest	0	(0)	nm	0	94	0	(1)	nm	(1)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>(9)</b>	<b>60</b>	<b>(12)</b>	<b>112</b>	<b>169</b>	<b>(33)</b>	<b>43</b>
Reported EPS	0.15	0.18	(17)	0.16	(6)	0.32	0.57	(43)	45
<b>Core net profit</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>(9)</b>	<b>60</b>	<b>(12)</b>	<b>112</b>	<b>169</b>	<b>(33)</b>	<b>43</b>
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	26.4	25.0		23.9		25.1	24.0		
EBITDA margin (%)	16.3	16.0		15.7		16.0	16.4		
EBIT margin (%)	11.0	12.2		11.1		11.1	13.5		
SG&A / Revenue (%)	15.4	12.7		12.9		14.0	10.4		
Tax rate (%)	20.4	20.1		20.9		20.7	19.9		
Net margin (%)	8.2	8.8		8.3		8.2	10.4		
Current ratio (x)	1.3	1.1		1.0		1.3	1.1		
Gearing ratio (x)	0.5	0.4		0.5		0.5	0.4		
Interest coverage (x)	0.2	0.2		0.2		7.2	15.8		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	288	168	71	332	(13)				
<b>Total assets</b>	<b>3,915</b>	<b>3,214</b>	<b>22</b>	<b>3,658</b>	<b>7</b>				
ST debts & current portion	114	223	(49)	82	39				
Long-term debt	929	449	107	855	9				
<b>Total liabilities</b>	<b>1,856</b>	<b>1,529</b>	<b>21</b>	<b>1,776</b>	<b>4</b>				
Retained earnings	922	809	14	960	(4)				
<b>Shareholders equity</b>	<b>2,055</b>	<b>1,681</b>	<b>22</b>	<b>1,879</b>	<b>9</b>				
Minority interests	4	4	(3)	4	10				
BV (Bt)	5.7	5.1	11	5.6	2				

- รายได้
  - 1) ธุรกิจจัดจำหน่าย +13.2%YoY -12.14%QoQ
  - 2) รายได้ (ITEL) ค่าเช่าวงจร และ data center +75%YoY +17%QoQ
  - 3) ธุรกิจวิศวกรรม (ITEL) มีการรับรู้รายได้ 79 ล้านบาท

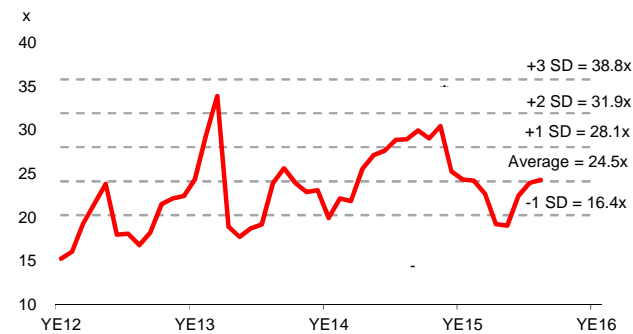
- อัตรากำไรขั้นต้น
  - 1) ธุรกิจจัดจำหน่าย 24.9%
  - 2) รายได้ (ITEL) ค่าเช่าวงจร และ data center 28.3%
  - 3) ธุรกิจวิศวกรรม (ITEL) 32.3%

Source: Company data, Bualuang Research

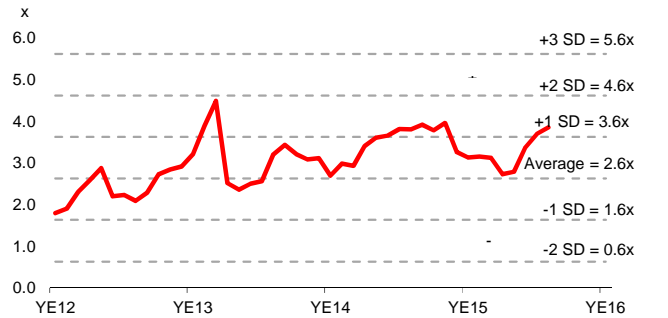
## Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Advanced Info Service	ADVANC TB	THB186.00	15,906	18.2	20.8	-22.3	-12.8	11.4	10.3	62.9	51.9	5.5	3.8
Total Access Communication	DTAC TB	THB35.75	2,435	28.9	24.2	-50.3	19.5	3.6	3.4	11.6	14.5	2.1	2.5
Interlink Communication	ILINK TB	THB22.70	237	31.6	20.5	-2.0	54.2	4.1	3.6	13.6	18.8	1.3	2.0
Shin Corporation	INTUCH TB	THB62.50	5,764	17.5	18.1	-28.8	-3.4	5.3	4.8	43.4	37.8	5.3	4.1
Samart Corporation	SAMART TB	THB15.90	460	20.8	18.7	-4.6	11.2	1.8	1.7	12.5	13.2	2.9	3.2
Samart Telcoms	SAMTEL TB	THB13.70	244	20.3	17.7	3.5	15.1	2.3	2.2	11.7	12.9	3.0	3.4
Samart I-Mobile	SIM TB	THB1.13	143	33.2	27.5	303.3	20.8	1.5	1.4	4.7	5.6	1.8	2.2
Thaicom	THCOM TB	THB22.40	706	10.9	10.2	6.1	6.4	1.2	1.2	12.2	12.0	3.1	3.3
True Corporation	TRUE TB	THB9.00	8,638	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.3	-3.0	-2.8	0.0	0.0
<b>Simple average</b>				<b>22.7</b>	<b>19.7</b>	<b>25.6</b>	<b>13.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>19</b>	<b>18.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>

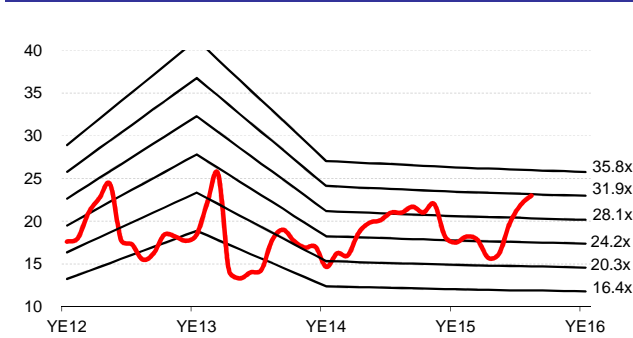
PER band versus SD



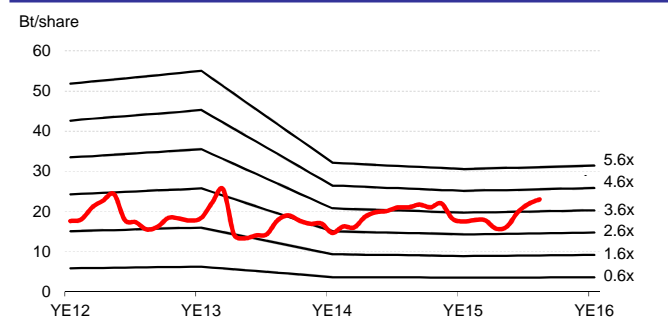
PBV band versus SD



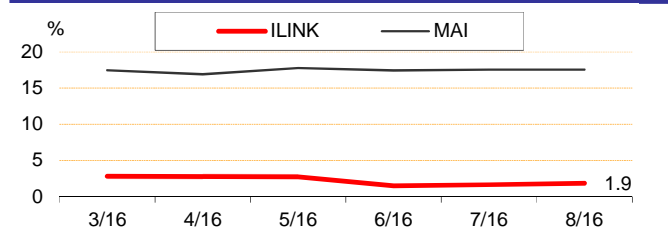
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding



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
	RJH

**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

**Anti-Corruption Progress Indicator**

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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.

“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.