

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 52.00

(From: Bt 47.00)

26 AUGUST 2021

Change in Recommendation

Upside : 21.6%

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

ถึงเวลาเข้าสะสม

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ IVL เป็น “ซื้อ” จาก ถือ และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 52 บาท จาก 47 บาท เนื่องจากเรารวมมูลค่าการเข้าซื้อกิจการล่าสุดและปรับราคาเป้าหมายมาใช้ฐานใหม่ เรามองว่าหุ้นมีความน่าสนใจมากขึ้นทั้งในแง่ของมูลค่าและความแข็งแกร่งของกำไร



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

มูลค่าน่าสนใจมากขึ้น

เราได้รับเพิ่มประมาณการกำไรของเรชขึ้น 12% ในปี 2022F และ 8-9% ในปี 2023-24F เนื่องจากเรารวมกำไรที่อาจเกิดขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการ Oxiten ของ IVL หลังจากการอัปเดตนี้ และด้วยราคาหุ้นที่ปรับลงเกือบ 20% จากจุดสูงสุดล่าสุด เราจึงมองว่า IVL มีมูลค่าที่น่าสนใจมากขึ้น หุ้นซื้อขายที่ 14 เท่า 2022F PE ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ระยะยาวที่ 18 เท่า ขณะที่เรคาดว่ากำไรจะเติบโตได้อย่างจำกัด เพราะเราให้สมมติฐานอย่างระมัดระวังว่าสเปรดจะลดลงในปี 2022-23F แต่เชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันได้สะท้อนถึงแนวโน้มนี้ไปแล้ว การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งเกินคาด integrated oxide spreads และอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้นเป็น upside risks ต่อการคาดการณ์ของเรา

PET spreads ในสหรัฐ/ยุโรป แข็งแกร่ง

Integrated PTA/PET spreads ยังคงเพิ่มขึ้นในสหรัฐอเมริกและยุโรป ในขณะที่อัตรากำไรรวมในเอเชียยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน เราเชื่อว่าแนวโน้มนี้ได้รับแรงผลักดันจากการกลับมาเปิดประเทศก่อนหน้านี้ในฝั่งตะวันตก ในขณะที่ส่วนต่างๆ ของเอเชียยังคงอยู่ภายใต้มาตรการล็อกดาวน์ เราเชื่อว่าแนวโน้มอาจพลิกกลับในปีหน้าโดยเอเชียฟื้นตัว และอัตรากำไรของสหรัฐ/ยุโรปกลับมาอยู่ที่ค่าเฉลี่ยระยะยาว ในระยะใกล้นี้ เราคิดว่าสเปรดจะมีแนวโน้มสูงขึ้นใน 3Q21F ก่อนที่จะลดลงใน 4Q21F (ตามฤดูกาลปกติ)

มาร์จิ้นของ integrated oxide ฟื้นตัว

เรคาดว่ามาร์จิ้นของ integrated oxide (ซึ่งรวมถึง MEG, MTBE, PO, EO และอื่นๆ) จะฟื้นตัวต่อไปท่ามกลางราคาน้ำมันที่สูงขึ้น การดำเนินงานของ integrated oxide ของ IVL อยู่ในสหรัฐ เป็นหลัก ซึ่งอาศัยวัตถุดิบที่ใช้ก๊าซเป็นองค์ประกอบ ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นและความต้องการที่เพิ่มขึ้นในสหรัฐ ได้หนุนให้สเปรดของผลิตภัณฑ์เหล่านี้สูงขึ้น และเราเชื่อว่าจะมีแนวโน้มเช่นนี้ต่อเนื่องไปในปี 2022F

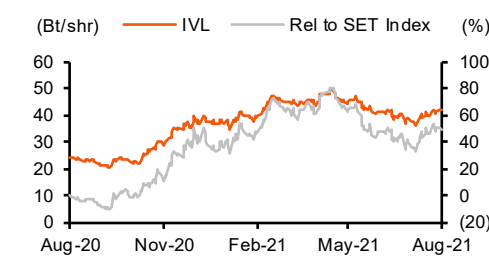
การเข้าซื้อกิจการเพิ่มมูลค่า Value-accretive acquisition

การปรับเพิ่มประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรชนั้นสะท้อนถึงการเข้าซื้อกิจการ Oxiten ของ IVL ซึ่งเป็นผู้ผลิต integrated oxide ในบราซิล เรามองว่าดีลนั้นสมเหตุสมผลทั้งในแง่กลยุทธ์และด้านการเงิน เราคาดว่าดีลนี้จะสามารถปิดได้ภายในกลางปี 2022F และจะรับรู้กำไรจากสินทรัพย์ใหม่ตั้งแต่ 3Q22F เป็นต้นไป

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	331,513	462,566	479,115	493,825
Net profit	2,414	17,307	17,156	16,672
Consensus NP	—	20,049	18,797	20,294
Diff frm cons (%)	—	(13.7)	(8.7)	(17.8)
Norm profit	6,433	17,307	17,156	16,672
Prev. Norm profit	—	17,056	15,323	15,268
Chg frm prev (%)	—	1.5	12.0	9.2
Norm EPS (Bt)	1.1	3.1	3.1	3.0
Norm EPS grw (%)	(46.4)	169.1	(0.9)	(2.8)
Norm PE (x)	37.3	13.9	14.0	14.4
EV/EBITDA (x)	13.9	8.3	9.0	8.6
P/BV (x)	1.9	1.7	1.6	1.5
Div yield (%)	1.6	2.5	2.5	2.4
ROE (%)	5.0	13.0	11.9	10.7
Net D/E (%)	134.1	123.3	135.7	122.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

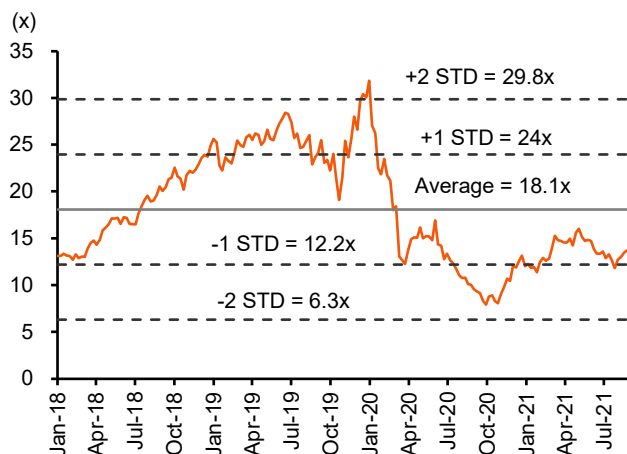
Price as of 26-Aug-21 (Bt)	42.75
Market Cap (US\$ m)	7,330.0
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	30.7
12M Price H/L (Bt)	49.25/20.60
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 62.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

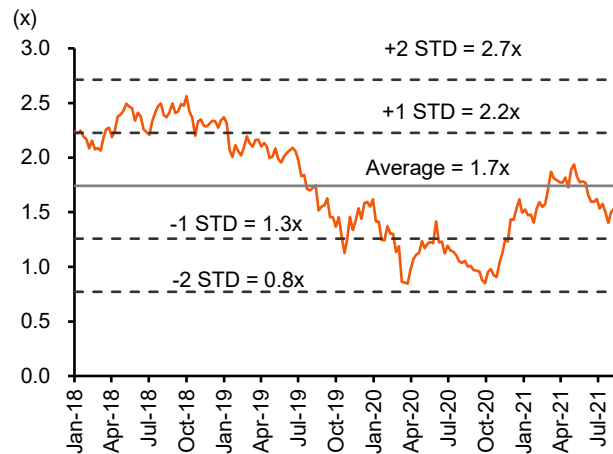
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: PE STD Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: PBV STD Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Assumption Changes

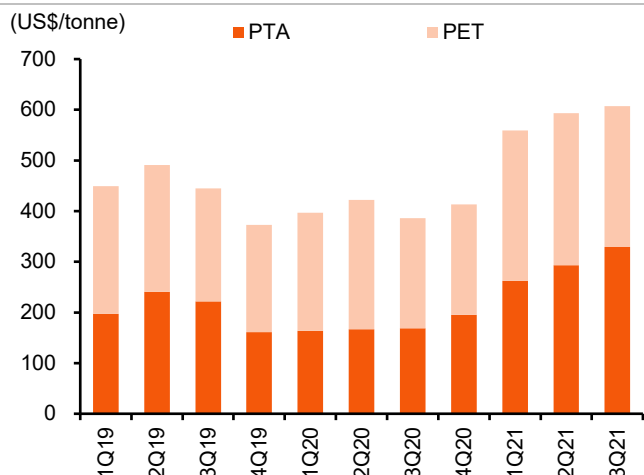
Assumption	Unit	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
New/actual							
EBITDA/tonne	(USD/tonne)	93.00	81.00	107.79	103.68	104.47	105.51
Production	(m tonnes)	12.33	13.72	14.55	15.15	15.48	15.48
Old							
EBITDA/tonne	(USD/tonne)			109.43	103.82	104.50	105.54
Production	(m tonnes)			14.55	14.80	14.80	14.80
Change							
EBITDA/tonne	(USD/tonne)			(1.63)	(0.13)	(0.03)	(0.03)
Production	(m tonnes)			0.00	0.35	0.68	0.68

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings And TP Revisions

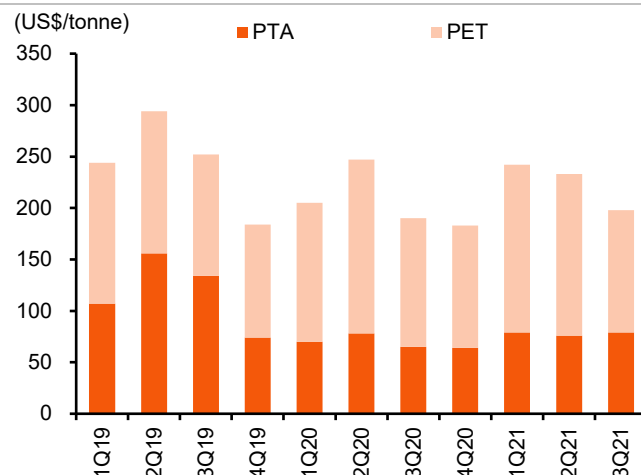
(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/Actual	2.14	1.15	3.08	3.06	2.97	2.84	52.00
Old			3.04	2.73	2.72	2.62	47.00
Change (%)			1.5	12.0	9.2	8.4	10.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: US/Europe Integrated PET Spreads

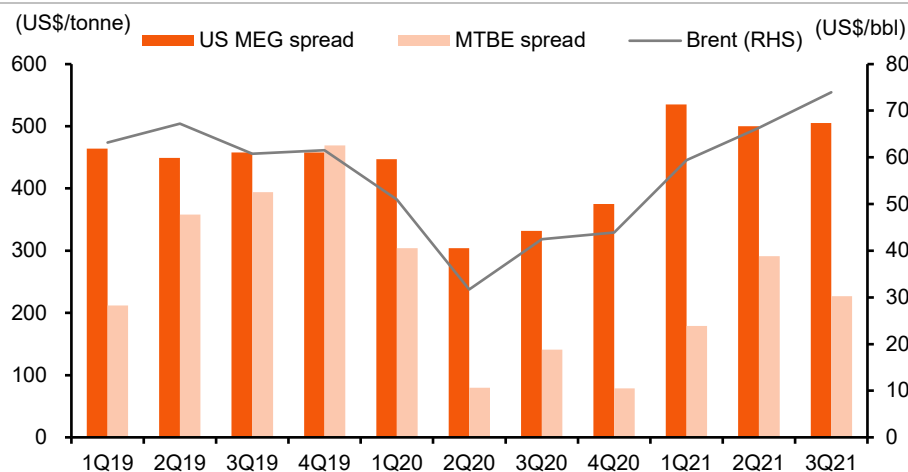
Source: Company data

Note: 3Q21 data for July only

Ex 6: Asia Integrated PET Spreads

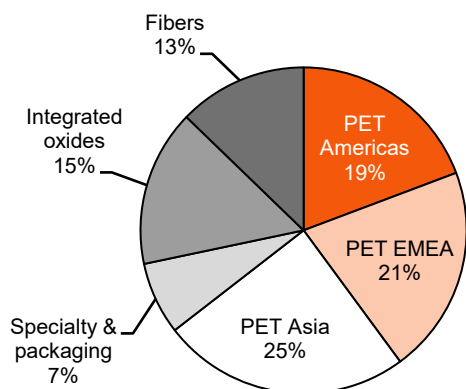
Source: Company data

Note: 3Q21 data for July only

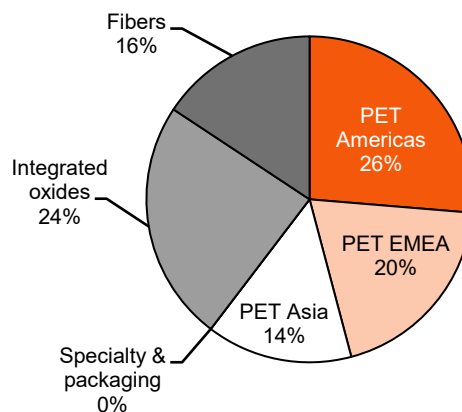
Ex 7: Integrated Oxide Spreads Have Been Recovering Along With Oil Prices

Sources: Company data, Thanachart estimates

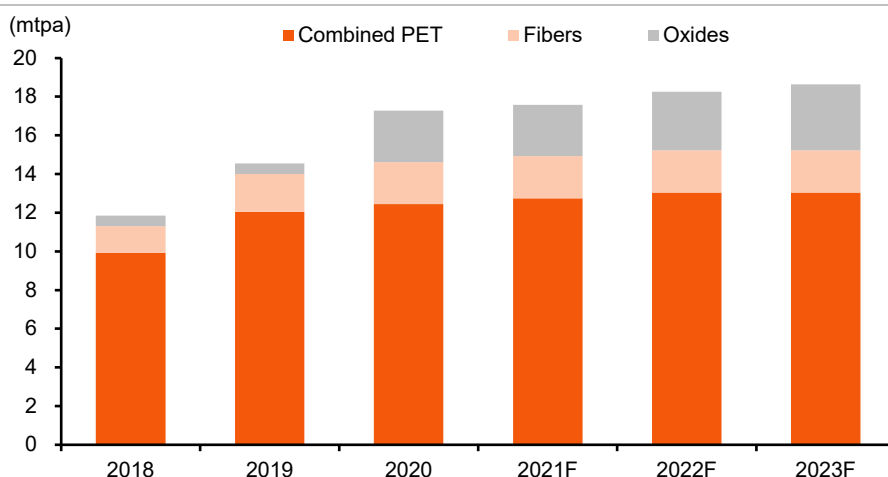
Note: 3Q21 data for July only

Ex 8: Capacity Breakdown (Total 17.2m tpa)

Sources: Company data, Thanachart

Ex 9: Core EBITDA Breakdown (2Q21 Total Of USD477m)

Sources: Company data, Thanachart

Ex 10: IVL Capacity Growth Driven By Integrated Oxides

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Terminal value
EBITDA	50,266	51,751	52,268	52,791	53,319	53,853	54,391	54,405	54,403	56,782	
Free cash flow	(22,734)	23,442	35,564	35,782	35,999	36,213	36,426	36,208	35,964	38,096	579,732
PV of free cash flow	(21,835)	20,785	29,102	27,030	24,865	23,041	21,345	19,545	17,883	18,939	283,056
Risk-free rate (%)	2.5%										
Market risk premium (%)	8.0%										
Beta	1.40										
WACC (%)	8.3%										
Terminal growth (%)	2.0%										
Enterprise value - add investments	486,216										
Net debt	182,786										
Minority interest	14,306										
Equity value	289,124										
# of shares	5,615										
Equity value/share (Bt)	51.50										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	na	10.0	5.5	5.0	0.6	0.5	5.3	4.8	9.2	10.2
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	na	32.0	12.6	9.5	1.5	1.2	9.7	9.0	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	31.4	9.9	13.9	12.7	1.6	1.5	9.6	8.9	3.6	4.1
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	(0.6)	22.8	32.2	26.2	2.4	1.9	20.3	15.1	0.3	0.4
LG Chem	051910 KS	S. Korea	192.8	(20.5)	14.3	18.0	2.7	2.4	7.6	8.0	1.4	1.4
SK Energy	096770 KS	S. Korea	na	75.2	31.4	17.9	1.4	1.3	9.6	8.8	0.7	1.1
Petronas Chem Group Bhd	PCHEM MK	Malaysia	194.9	(12.9)	12.9	14.9	2.0	1.9	7.6	8.2	4.1	3.6
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	138.3	(16.8)	11.2	13.5	1.3	1.2	8.5	11.0	6.5	5.3
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	36.0	0.7	12.9	12.8	0.7	0.7	11.4	11.2	6.0	6.0
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	13.9	12.7	1.0	1.0	8.8	8.1	4.3	4.7
Indorama Ventures *	IVL TB	Thailand	169.1	(0.9)	13.9	14.0	1.7	1.6	8.3	9.0	2.5	2.5
PTT Global Chemical *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	11.5	11.6	0.9	0.9	6.9	6.7	5.2	5.2
Siam Cement *	SCC TB	Thailand	23.6	(8.6)	10.9	12.0	1.5	1.4	8.8	9.7	4.2	4.3
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	50.0	(11.1)	9.7	10.9	na	na	9.0	9.5	na	na
Average			105.5	6.3	14.8	13.7	1.5	1.4	9.4	9.2	3.7	3.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 26 August 2021 closing prices

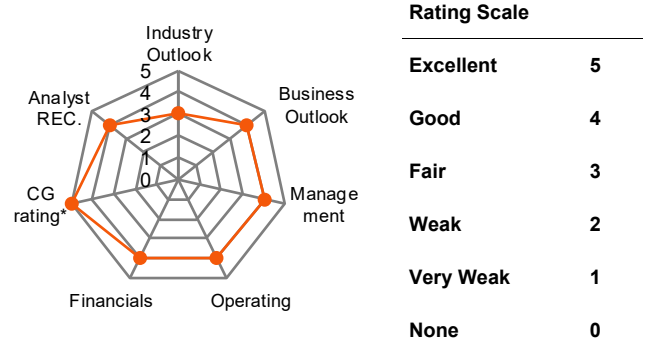
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรฟทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ ผลิตเทอเรพทาติกบิสฟีนอล (PTA) และ โมโนเอทิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญๆ ทั่วโลกเช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่มีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพสูงทำให้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในโลก
- ปริมาณการผลิตที่มาก และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าช่วยให้ IVL สามารถคงอัตราการผลิตไว้ได้ในระดับสูง และได้รับผลจากการประหยัดต่อขนาดมาก
- การสร้างโรงงานในตลาดสำคัญๆ ช่วยให้ IVL สามารถลดค่าใช้จ่ายการขนส่งไปได้มาก และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการตั้งกำแพงการค้า

O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาที่จะเพิ่มการผลิตสารตั้งต้นเพื่อเพิ่มความสอดคล้องในธุรกิจต้นน้ำถึงปลายน้ำเพิ่มขึ้นได้อีก
- การควมรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

W — Weakness

- IVL พึ่งพาต่อสายการผลิตผลิตภัณฑ์ PET/polyester เป็นอย่างมาก
- สำหรับกลุ่ม PET ลูกค้าส่วนใหญ่ของ IVL เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งมีอำนาจการต่อรองสูง

T — Threat

- การคุกคามจากผลิตภัณฑ์ทางเลือกอื่นๆ (ฝ้ายกับ polyester หรือ ภาชนะแก้ว/อลูมิเนียมกับพลาสติก) จะกระทบกับศักยภาพการเติบโตในระยะยาวของ IVL
- เทคโนโลยีใหม่ๆ ที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	52.61	52.00	-1%
Net profit 21F (Bt m)	20,049	17,307	-14%
Net profit 22F (Bt m)	18,797	17,156	-9%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 7	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของ Bloomberg consensus 9-14% เนื่องจากเราคาดว่ามาร์จิ้นของ PTA/PET โดยเฉพาะในเอเชียจะต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากแนวโน้มในระยะยาวเป็นบวก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ส่วนต่างกำไรในผลิตภัณฑ์ ethylene-ethane ที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่จะก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อมุมมองบวกของเรา
- ดัชนีค่าสุดท้ายไม่ประสบความสำเร็จจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- สเปรดที่สูงกว่าคาด และ/หรือการควบคุมต้นทุนที่ดีกว่าคาดจะเป็น upside ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	352,692	331,513	462,566	479,115	493,825
Cost of sales	309,345	282,538	392,459	407,495	419,218
Gross profit	43,348	48,975	70,107	71,620	74,607
% gross margin	12.3%	14.8%	15.2%	14.9%	15.1%
Selling & administration expenses	34,221	39,092	41,037	43,089	45,243
Operating profit	9,127	9,883	29,070	28,531	29,364
% operating margin	2.6%	3.0%	6.3%	6.0%	5.9%
Depreciation & amortization	17,040	20,487	21,703	22,351	23,018
EBITDA	26,168	30,370	50,773	50,881	52,382
% EBITDA margin	7.4%	9.2%	11.0%	10.6%	10.6%
Non-operating income	2,367	3,224	2,458	2,495	2,578
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,615)	(7,674)	(9,453)	(8,930)	(10,470)
Pre-tax profit	5,879	5,432	22,075	22,095	21,472
Income tax	1,534	(1,243)	4,415	3,977	3,865
After-tax profit	4,345	6,676	17,660	18,118	17,607
% net margin	1.2%	2.0%	3.8%	3.8%	3.6%
Shares in affiliates' Earnings	5	143	0	0	0
Minority interests	888	(386)	(353)	(962)	(935)
Extraordinary items	14	(4,018)	0	0	0
NET PROFIT	5,252	2,414	17,307	17,156	16,672
Normalized profit	12,003	6,433	17,307	17,156	16,672
EPS (Bt)	0.9	0.4	3.1	3.1	3.0
Normalized EPS (Bt)	2.1	1.1	3.1	3.1	3.0

We see a sharp earnings
turnaround in 2021F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	118,757	119,835	149,142	155,176	160,587
Cash & cash equivalent	10,454	19,390	9,505	10,354	11,469
Account receivables	34,305	33,422	46,634	48,302	49,785
Inventories	62,165	53,938	74,923	77,794	80,032
Others	11,833	13,084	18,080	18,727	19,302
Investments & loans	2,548	3,229	3,229	3,229	3,229
Net fixed assets	212,423	264,291	276,919	324,314	326,357
Other assets	46,840	65,817	65,516	67,130	68,515
Total assets	380,568	453,172	494,806	549,850	558,689
LIABILITIES:					
Current liabilities:	112,991	117,161	152,386	167,415	168,051
Account payables	57,173	57,783	80,263	83,338	85,735
Bank overdraft & ST loans	30,379	20,726	38,458	45,605	44,441
Current LT debt	10,271	16,503	9,230	10,945	10,666
Others current liabilities	15,167	22,150	24,435	27,527	27,208
Total LT debt	105,611	164,073	144,603	171,473	167,098
Others LT liabilities	23,799	36,329	49,543	50,601	51,492
Total liabilities	242,401	317,564	346,532	389,489	386,641
Minority interest	8,455	8,953	9,306	10,268	11,204
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6,731)	(6,852)	(6,852)	(6,852)	(6,852)
Retained earnings	70,497	67,561	79,874	90,999	101,751
Shareholders' equity	129,712	126,655	138,968	150,093	160,845
Liabilities & equity	380,568	453,172	494,806	549,850	558,689

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	5,879	5,432	22,075	22,095	21,472
Tax paid	(3,459)	1,643	(4,165)	(3,749)	(3,892)
Depreciation & amortization	17,040	20,487	21,703	22,351	23,018
Chg In working capital	13,860	9,719	(11,717)	(1,464)	(1,324)
Chg In other CA & CL / minorities	2,330	5,767	(3,088)	2,218	(867)
Cash flow from operations	35,651	43,049	24,809	41,451	38,407
Capex	(21,584)	(69,625)	(31,000)	(66,400)	(21,700)
Right of use	0	(11,865)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	(3)	48	127	0	0
LT loans & investments	2,789	(682)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(9,796)	(141)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,432)	(1,677)	10,484	(3,603)	(3,555)
Cash flow from investments	(30,026)	(83,942)	(20,689)	(70,303)	(25,555)
Debt financing	9,700	55,160	(9,011)	35,731	(5,818)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(7,860)	(3,930)	(4,994)	(6,031)	(5,920)
Warrants & other surplus	(2,722)	(1,400)	0	0	0
Cash flow from financing	(883)	49,830	(14,005)	29,700	(11,737)
Free cash flow	14,067	(26,576)	(6,191)	(24,949)	16,707

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	20.0	37.3	13.9	14.0	14.4
Normalized PE - at target price (x)	24.3	45.4	16.9	17.0	17.5
PE (x)	45.7	99.4	13.9	14.0	14.4
PE - at target price (x)	55.6	120.9	16.9	17.0	17.5
EV/EBITDA (x)	14.4	13.9	8.3	9.0	8.6
EV/EBITDA - at target price (x)	16.3	15.6	9.4	10.0	9.6
P/BV (x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8
P/CFO (x)	6.7	5.6	9.7	5.8	6.2
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	2.9	1.6	2.5	2.5	2.4
FCF Yield (%)	5.9	(11.1)	(2.6)	(10.4)	7.0
(Bt)					
Normalized EPS	2.1	1.1	3.1	3.1	3.0
EPS	0.9	0.4	3.1	3.1	3.0
DPS	1.2	0.7	1.1	1.1	1.0
BV/share	23.1	22.6	24.8	26.7	28.6
CFO/share	6.3	7.7	4.4	7.4	6.8
FCF/share	2.5	(4.7)	(1.1)	(4.4)	3.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

IVL trades well below its
long-term average P/E
multiple

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	1.6	(6.0)	39.5	3.6	3.1
Net profit (%)	(80.2)	(54.0)	616.9	(0.9)	(2.8)
EPS (%)	(80.7)	(54.0)	616.9	(0.9)	(2.8)
Normalized profit (%)	(50.1)	(46.4)	169.1	(0.9)	(2.8)
Normalized EPS (%)	(51.5)	(46.4)	169.1	(0.9)	(2.8)
Dividend payout ratio (%)	131.0	162.8	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.3	14.8	15.2	14.9	15.1
Operating margin (%)	2.6	3.0	6.3	6.0	5.9
EBITDA margin (%)	7.4	9.2	11.0	10.6	10.6
Net margin (%)	1.2	2.0	3.8	3.8	3.6
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.5	1.3	1.4	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.2	1.4	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.3	3.1	3.2	2.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	4.0	5.4	5.7	5.0
ROA - using norm profit (%)	3.2	1.5	3.7	3.3	3.0
ROE - using norm profit (%)	8.7	5.0	13.0	11.9	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	5.2	13.3	12.5	11.3
- asset turnover (x)	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	3.3	4.0	6.8	6.5	6.5
- leverage (x)	2.8	3.3	3.6	3.6	3.6
- interest burden (%)	51.1	41.4	70.0	71.2	67.2
- tax burden (%)	73.9	122.9	80.0	82.0	82.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	2.4	4.6	7.5	7.3	6.5
NOPAT (Bt m)	6,745	12,144	23,256	23,395	24,078
invested capital (Bt m)	265,520	308,567	321,754	367,762	371,582

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Leverage remains
manageable despite a
major acquisition*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันใต้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันใต้แก่ นางอศิณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลากินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th