

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 60.00 (From: Bt 52.00)

Upside : 25.0%

4 FEBRUARY 2022

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

มีเรื่องราวการฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” IVL และกลายหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มฯ เราเห็นเรื่องราวการฟื้นตัวที่ยั่งยืนของ IVL จากทั้งทางด้านห่วงโซ่อุปทาน PET และ Huntsman อีกทั้งเรายังมองว่า IVL เป็นบริษัทที่มีความยืดหยุ่นที่สุดในกลุ่มฯ ด้วยผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ มีความเชื่อมโยงอย่างมากกับผู้บริโภคขั้นสุดท้าย และอยู่ในตลาด PET ที่มีความแข็งแกร่งกว่าตลาดอื่น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

IVL เป็น Top Pick ของเรา

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” IVL โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 60 บาท (จาก 52 บาท) และถือเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ เนื่องจาก 1) เราเห็นแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งที่ 23/5% ในปี 2022-23F 2) เรามองว่ามีการฟื้นตัวอย่างยั่งยืนจากความสมดุลของอุปสงค์-อุปทาน PET ที่ดีขึ้น และการลดลงของราคาน้ำมันที่สิ้นสุดทำให้ธุรกิจของ Huntsman เข้าสู่ภาวะปกติ เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 66/80% ในปี 2022-23F 3) เราชอบที่ผลิตภัณฑ์ของ IVL มีความยืดหยุ่นมากขึ้น ด้วยมีความเชื่อมโยงอย่างมากกับสินค้าอุปโภคบริโภคขั้นสุดท้าย และธุรกิจ PET หลักของบริษัทฯ อยู่ในตลาดที่มีการรวมตัวกันมากขึ้น (consolidated market) ซึ่งจะส่งผลให้อุปทานมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และ 4) IVL ไม่แพง ซื้อขายที่ 7 เท่า EV/EBITDA และ 9.5 เท่า PE เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 10 เท่า และ 15 เท่า ตามลำดับ บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ” วันที่ 4 ก.พ.2022

PET ฟื้นตัว

ด้วยแนวโน้มความต้องการที่เพิ่มขึ้นและการหยุดชะงักของอุปทาน PET spread ในเอเชียเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2021 ขณะที่เราคาดว่า IVL จะได้ประโยชน์ในปีนี้จากผลกระทบอย่างเต็มที่จากการเพิ่มขึ้นของ PET spread ในตลาดตะวันตกตั้งแต่ปีที่แล้ว สำหรับ IVL การผลิตในสหรัฐฯ คิดเป็น 23% ของ PET EBITDA รวมในปี 2Q21, ยุโรป 17% และเอเชีย 13% เทียบกับสัดส่วนปริมาณขายในแต่ละภูมิภาคที่อยู่ที่ราวหนึ่งในสาม PET EBITDA คิดเป็น 54% ของ EBITDA รวมในปี 2021F

IOD, ปัจจัยพลิกฟื้นที่สำคัญ

IVL เข้าซื้อธุรกิจออกไซด์และอนุพันธ์แบบบูรณาการ (Integrated Oxide and Derivatives : IOD) ของ Huntsman ในปี 2019 การเข้าซื้อกิจการคาดว่าจะทำให้ EBITDA ของ IVL ในปี 2020 เติบโตราว 30% แต่กลับทำให้เติบโตเพียง 2% เนื่องจากการเกิดวิกฤตโควิดทำให้ราคาน้ำมันตกต่ำ ธุรกิจปัจจุบันกำลังฟื้นตัว 1) ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวได้ผลักดัน IOD spread (Exhibit 13) 2) อุปสงค์ฟื้นตัว โดยเฉพาะสารเติมแต่งน้ำมันเบนซิน MTBE และการหยุดชะงักของอุปทานที่เกิดจากสภาพอากาศที่น้อยลง น่าจะหนุนให้ปริมาณขายเติบโต 18% ในปีนี้ 3) กำไรจาก Oxiteno ซึ่งเป็นผู้ผลิตสารลดแรงตึงผิวชั้นนำระดับโลก น่าจะทำให้ EBITDA เติบโตไปอีกราว 6% ในปี 2022F

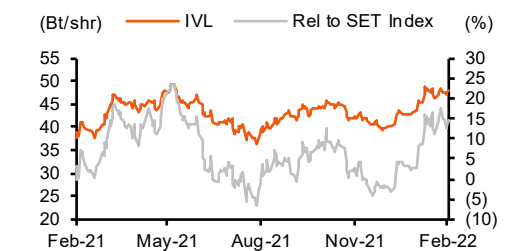
ปัจจัยผลักดันในระยะยาว

การเติบโตของปริมาณขายในระยะยาวมีปัจจัยผลักดันดังนี้ อย่างแรกคือโรงงานสาร Surfactant แห่งใหม่ภายใต้บริษัทใหม่ Oxiteno ที่จะดำเนินงานในปี 2022F อีกทั้งบริษัทฯ ยังมีแผนที่จะขยายพอร์ตอนุพันธ์ของ IOD ได้แก่ EO และสาร Surfactant ไปยังแอปพลิเคชันใหม่ นอกจากนี้ IVL ยังมีแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิต recycling PET (rPET) ที่ให้อัตรากำไรสูงเป็นสองเท่ามาอยู่ที่ 750k tpa ในปี 2025 สำหรับธุรกิจ PET หลักที่มีอยู่ เราคาดว่าความต้องการจะเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ 4% ต่อปี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	331,513	490,610	545,124	538,287
Net profit	2,414	27,707	28,510	29,995
Consensus NP	—	26,811	27,227	28,756
Diff frm cons (%)	—	3.3	4.7	4.3
Norm profit	6,433	23,202	28,510	29,995
Prev. Norm profit	—	17,307	17,156	16,672
Chg frm prev (%)	—	34.1	66.2	79.9
Norm EPS (Bt)	1.1	4.1	5.1	5.3
Norm EPS grw (%)	22.8	260.7	22.9	5.2
Norm PE (x)	41.9	11.6	9.5	9.0
EV/EBITDA (x)	14.9	7.7	6.9	6.6
P/BV (x)	2.1	1.9	1.7	1.5
Div yield (%)	1.5	5.1	5.3	5.6
ROE (%)	5.0	17.1	18.7	17.9
Net D/E (%)	134.1	117.7	126.7	108.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-22 (Bt)	48.00
Market Cap (US\$ m)	8,126.7
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	27.8
12M Price H/L (Bt)	49.25/36.25
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 62.43%

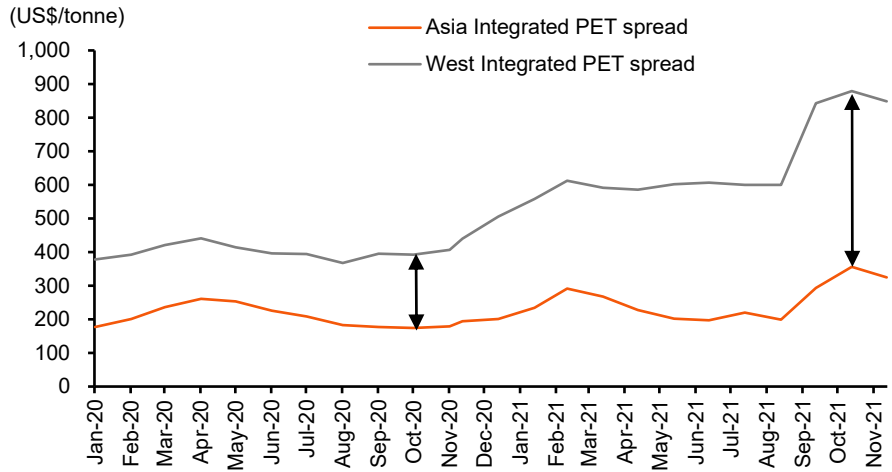
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

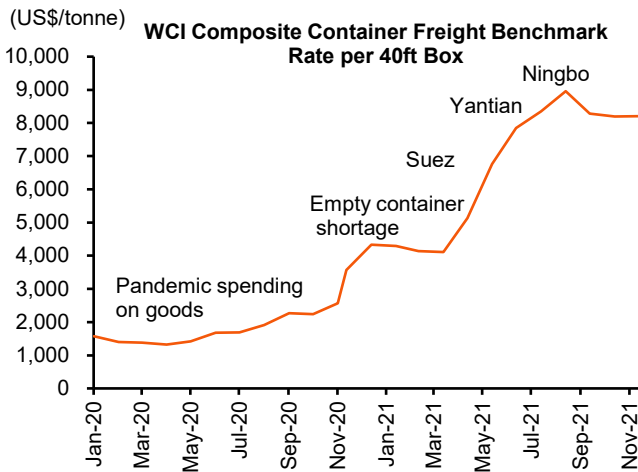


Ex 1: West PET Premium Surged Due To Supply Disruption And High Freight Rates



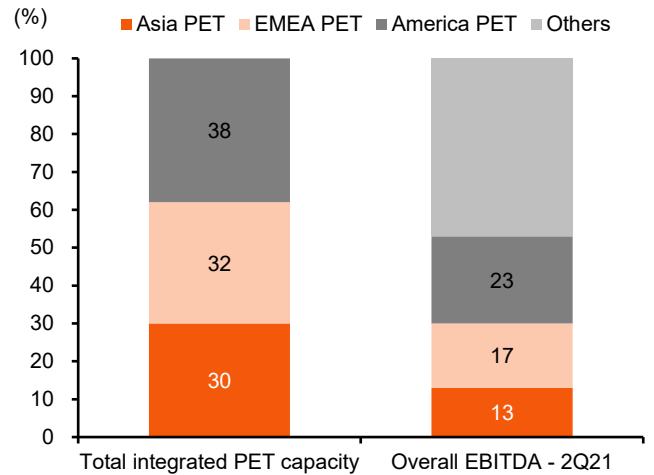
Source: Company Data

Ex 2: Freight Rate Likely To Remain High In 2022F



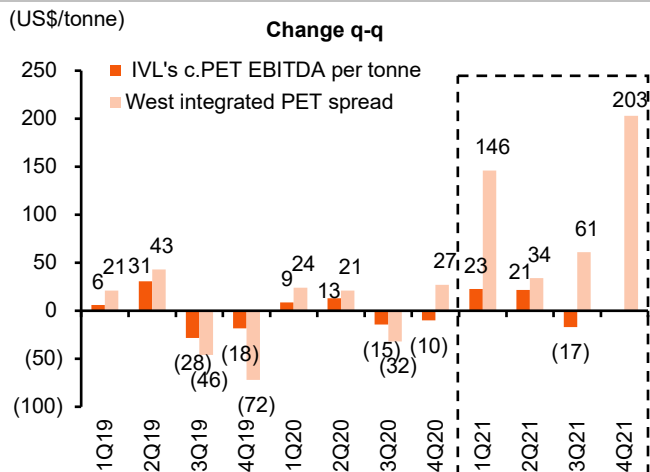
Source: Bloomberg

Ex 3: West PET Is The Largest Contributor



Source: Company data

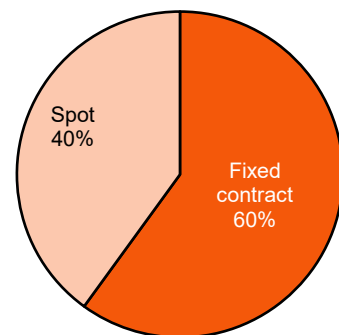
Ex 4: Yet To Fully Benefit From Strong West PET...



Source: Company data

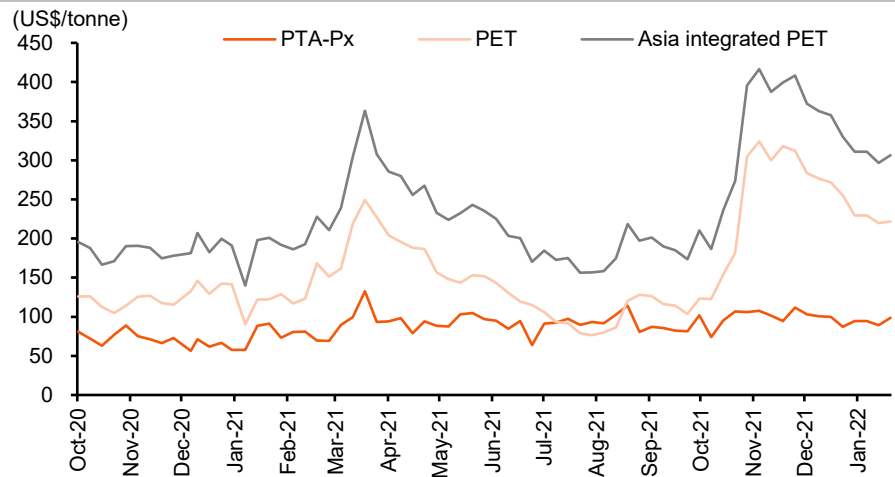
Ex 5: ...As 60-70% Is Based On Fixed Contract Prices

West PET volume breakdown



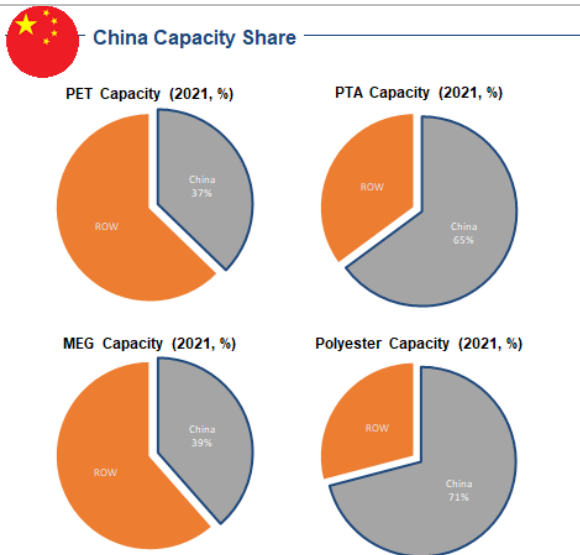
Source: Company data

Ex 6: High Asia Integrated PET Spread Despite 4Q Low Season



Source: Bloomberg

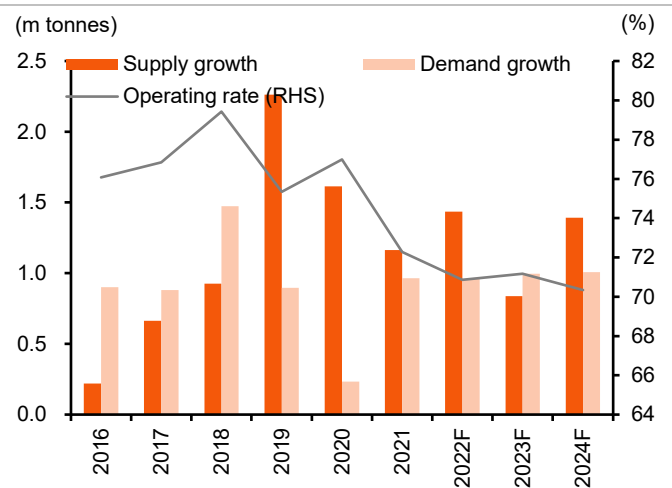
Ex 7: China's Dual Control Policy Has Its Say



10-15% of China's petrochemical industry is currently shut down or running at reduced rates. Jiangsu and Zhejiang which host 75% of China polyester capacity have also been impacted

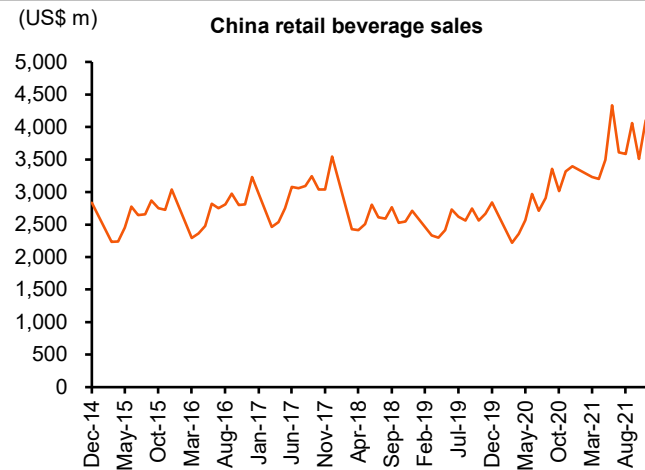
Source: Company data

Ex 8: Limited PET New Capacity



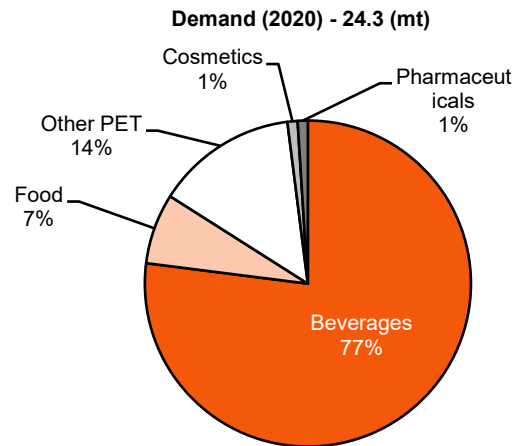
Source: Company data

Ex 9: China Retail Beverage Sales Trending Up...



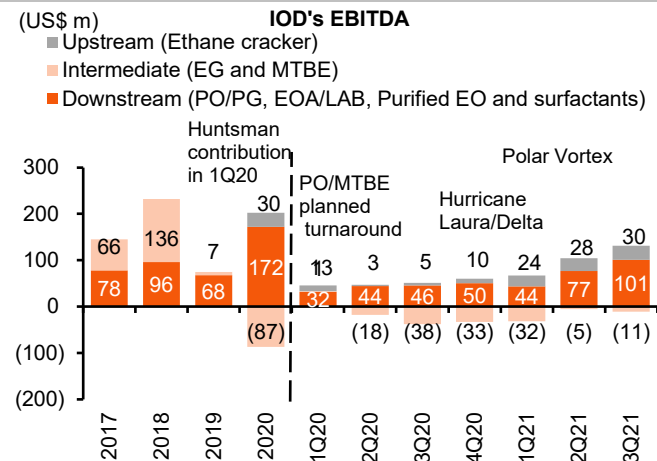
Source: Bloomberg

Ex 10: ...A Key Factor For Strong PET Demand



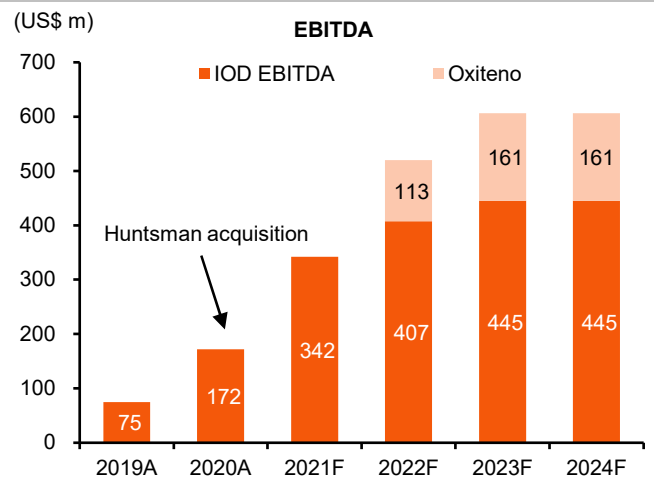
Source: Bloomberg

Ex 11: IOD's EBITDA Suffered During COVID Years



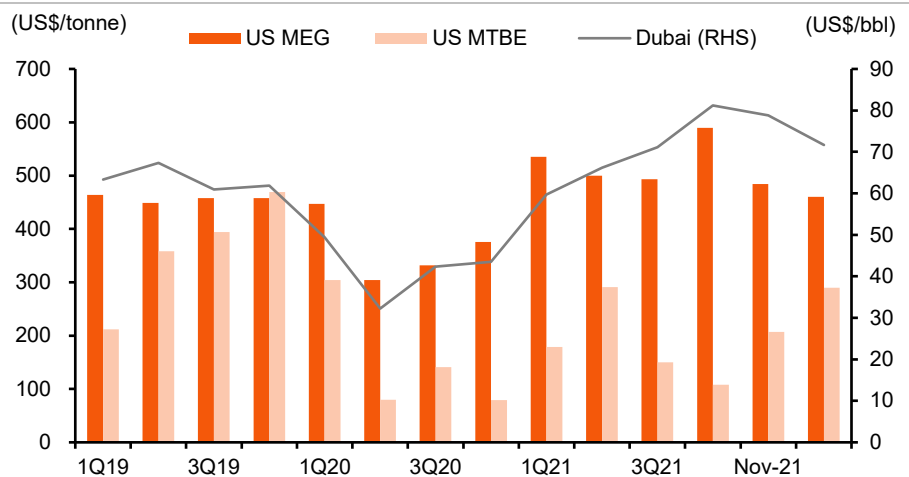
Source: Company data

Ex 12: IOD's And Oxiteno's EBITDA Contribution



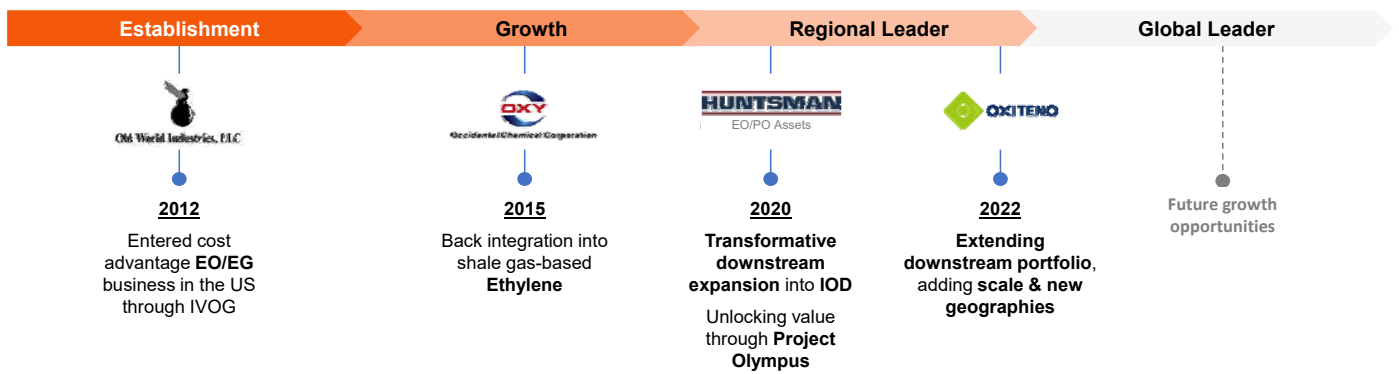
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: MTBE And MEG Spreads Up With Oil Prices



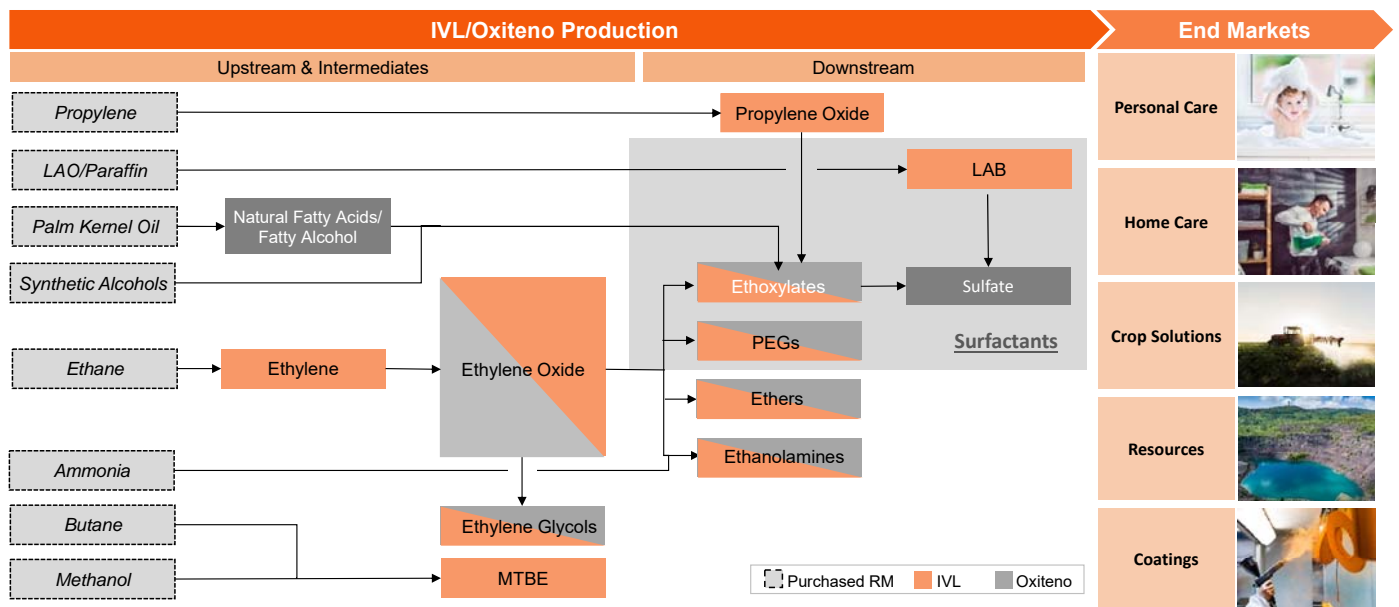
Source: Company data

Ex 14: Evolution Of IOD Segment



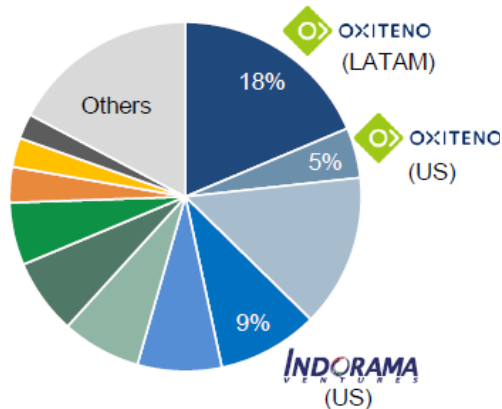
Source: Company data

Ex 15: IVL's Integrated Oxide (IOD) Value Chain



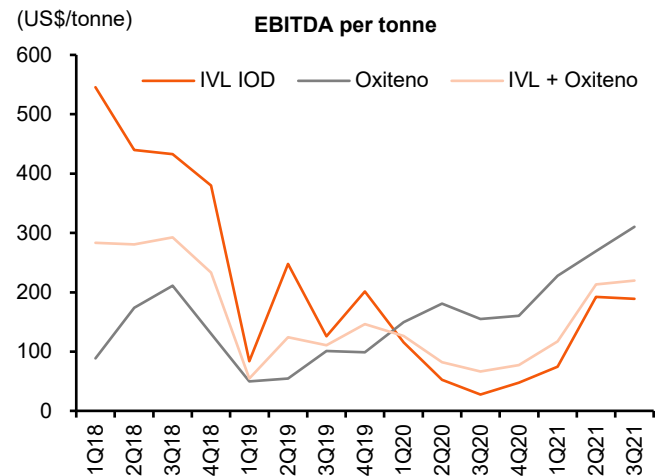
Source: Company data

Ex 16: Americas' Nonionic Surfactants Capacity



Source: Company data

Ex 17: Oxitemo Will Likely Enhance IVL's Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

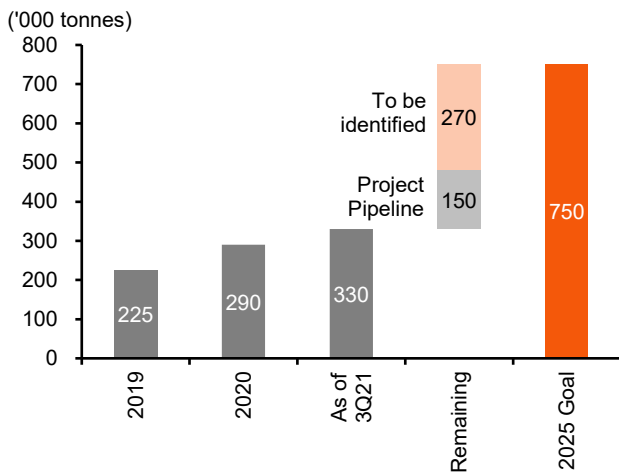
Ex 18: IVL’s IOD Capacity Breakdown

Kta	IVL's existing	Huntsman	Oxiteno	Total
Upstream (gas based)				
Ethylene	420	218		638
Propylene	20	25		45
Intermediate				
MEG	350	400	325	1,075
MTBE		740		740
Downstream				
Surfactants		360	1,200	1,560
Purified EO (PEO)	170	100		
PO		250		250
Ethanolamine (EOA, MEA,DEA,TEA,LAB)		180		180
Lab		180	100	280
Total	990	3,147	1,625	4,577
Crude EO capacity*	420	690	440	1,550

Sources: Company data, Thanachart estimates

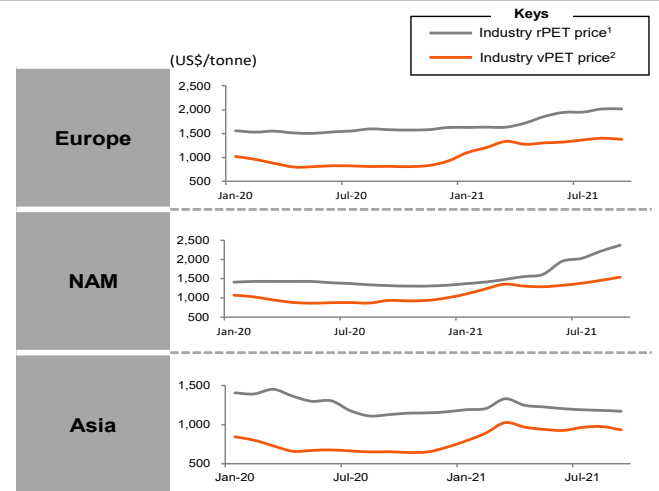
Note: *Ethylene Oxide is produced from ethylene and it is a feedstock used to produce downstream and intermediate products such as surfactant, EOA, MEA,DEA,TEA,LAB, and MEG.

Ex 19: IVL’s rPET capacity



Source: Company data

Ex 20: rPET's Price Premium To Virgin PET's



Source: Company data

Ex 21: PET Is The Preferred Choice In The Packaging Sector

Price ratio (cents per bottle, PET = 1X)



Aluminum can

Glass bottle

GHG ratio (GHG per 100 Koz liquid, PET = 1X)



Aluminum can

Glass bottle

Demand growth (2010-2020 CAGR)

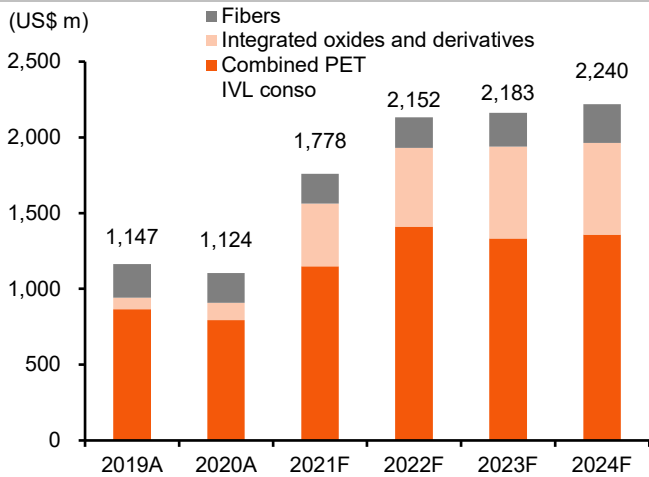


Aluminum can

Glass bottle

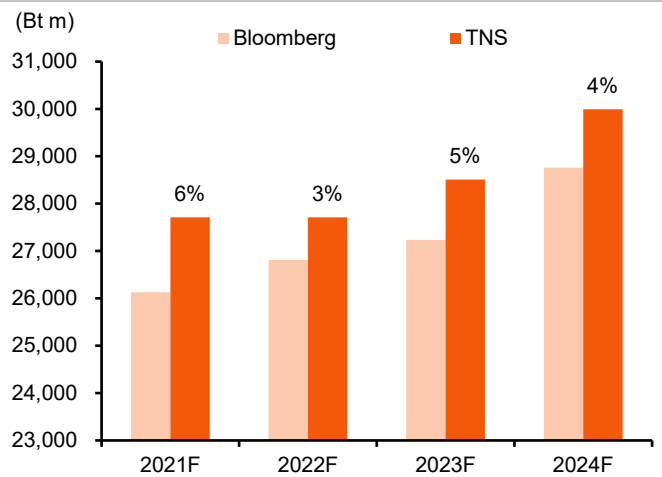
Sources: Company data, Thanachart
Note: GHG is greenhouse gas

Ex 22: Core EBITDA Breakdown



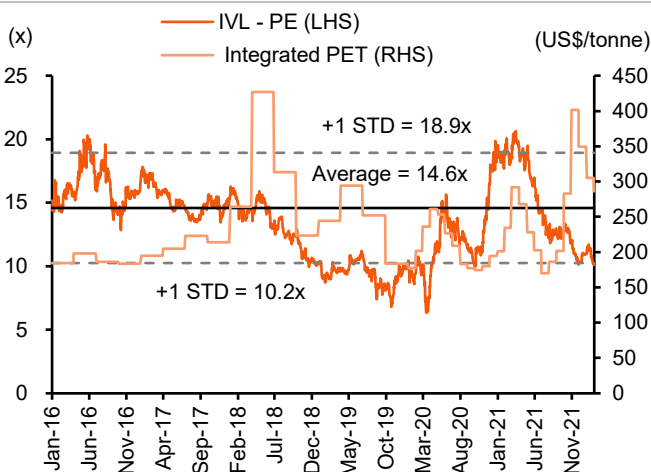
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 23: TNS's Profit Forecasts Vs. Consensus



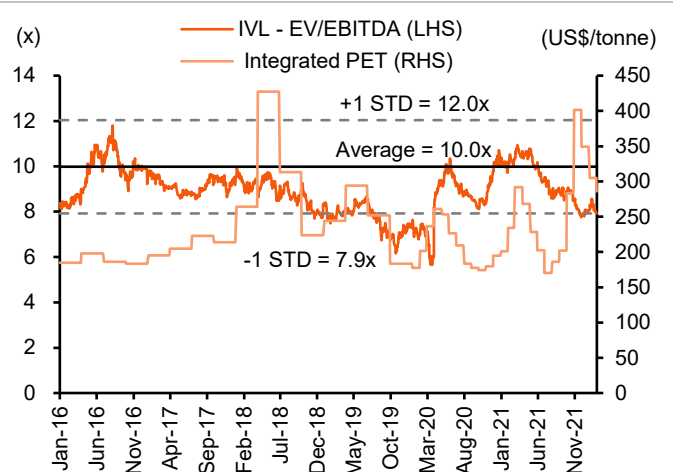
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 24: PE STD Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 25: EV/EBITDA STD Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 26: Our Key Spread Assumptions

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Combined PET	866	794	1,149	1,411	1,333	1,357
Integrated oxides and derivatives	75	115	414	520	606	606
Fibers	222	195	195	201	224	257
Holdings	(16)	20	20	20	20	20
IVL conso	1,147	1,124	1,778	2,152	2,183	2,240
Key assumptions						
EBITDA per tonne (US\$/t)	93	82	117	135	133	133
Industry margin (US\$/t)						
Asia PTA	137	80	100	90	90	90
Asia PET	126	137	137	150	150	150
Industry spread: Asia Integrated PET	243	206	223	227	227	227
West PTA	238	191	376	350	300	250
West PET	234	233	320	300	280	280
Industry spread: West Integrated PET	439	397	643	601	538	495
US MEG Over Ethane	457	365	500	460	460	460
US MTBE (C-Factor)	358	151	200	230	300	300

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 27: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA	71,011	72,047	73,911	75,927	78,020	80,194	82,451	84,794	87,228	89,754	92,378	
Free cash flow	(17,866)	35,852	43,786	45,534	47,345	49,219	51,156	53,161	55,234	57,380	59,601	767,098
PV of free cash flow	(16,392)	30,175	33,797	31,707	30,116	28,600	27,147	25,770	24,459	22,268	21,036	270,748
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.5											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	529,431											
Net debt	183,550											
Minority interest	10,442											
Equity value	335,439											
# of shares	5,615											
Equity value/share (Bt)	60											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรฟทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กระจกเทอร์พาทาลิกบริสุทธิ์ (PTA) และ โมโนเอทิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญๆ ทั่วโลก เช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า IVL อยู่ในจุดเปลี่ยนสำหรับการเติบโตระยะที่สาม ผ่านการขยายสู่บริษัทบรรจุภัณฑ์, โอลิฟินส์ครบวงจร

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาสด้านศักยภาพในการเติบโตเพิ่มเติมจากการขยายพอร์ต IOD
- มี upside ที่อาจเกิดขึ้นจากธุรกิจ rPET
- การควบรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

CONSENSUS COMPARISON

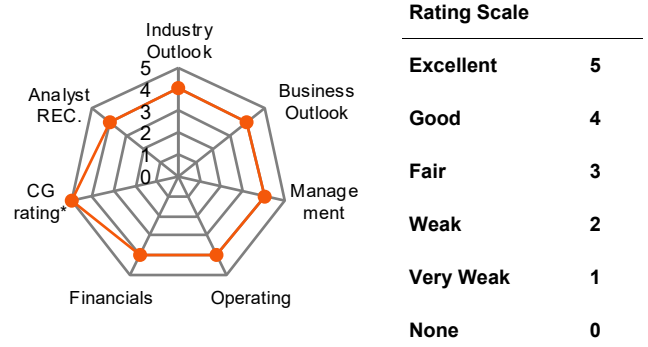
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	56.61	60.00	6%
Net profit 21F (Bt m)	26,811	27,707	3%
Net profit 22F (Bt m)	27,227	28,510	5%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานมาร์จิ้นของ PET ในตะวันตกที่สูงขึ้น
- ดัชนีราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

- ภัยคุกคามจากการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้น จะนำไปสู่ความต้องการ PET ที่ลดลง
- เทคโนโลยีใหม่ๆ ที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่จะก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อมุมมองบวกของเรา
- การลดลงของราคาน้ำมัน ซึ่งจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG ลดลง เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การรวมกิจการล่าสุดที่ไม่ประสบความสำเร็จจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	352,692	331,513	490,610	545,124	538,287
Cost of sales	309,345	282,538	396,164	435,448	427,139
Gross profit	43,348	48,975	94,446	109,676	111,148
% gross margin	12.3%	14.8%	19.3%	20.1%	20.6%
Selling & administration expenses	34,221	39,092	57,853	64,281	63,475
Operating profit	9,127	9,883	36,593	45,395	47,672
% operating margin	2.6%	3.0%	7.5%	8.3%	8.9%
Depreciation & amortization	17,040	20,487	22,080	25,616	24,375
EBITDA	26,168	30,370	58,673	71,011	72,047
% EBITDA margin	7.4%	9.2%	12.0%	13.0%	13.4%
Non-operating income	2,367	3,224	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,615)	(7,674)	(7,234)	(7,840)	(8,287)
Pre-tax profit	5,879	5,432	29,359	37,555	39,385
Income tax	1,534	(1,243)	4,819	7,541	7,907
After-tax profit	4,345	6,676	24,540	30,014	31,478
% net margin	1.2%	2.0%	5.0%	5.5%	5.8%
Shares in affiliates' Earnings	5	143	151	151	151
Minority interests	888	(386)	(1,489)	(1,654)	(1,634)
Extraordinary items	14	(4,018)	4,506	0	0
NET PROFIT	5,252	2,414	27,707	28,510	29,995
Normalized profit	5,239	6,433	23,202	28,510	29,995
EPS (Bt)	0.9	0.4	4.9	5.1	5.3
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.1	4.1	5.1	5.3

We foresee a sharp earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	118,757	119,835	159,709	179,835	177,293
Cash & cash equivalent	10,454	19,390	15,442	20,442	20,442
Account receivables	34,305	33,422	49,461	54,957	54,268
Inventories	62,165	53,938	75,631	83,130	81,544
Others	11,833	13,084	19,176	21,307	21,039
Investments & loans	2,548	3,229	3,229	3,229	3,229
Net fixed assets	212,423	264,291	272,811	321,995	324,820
Other assets	46,840	65,817	76,720	80,457	79,988
Total assets	380,568	453,172	512,470	585,516	585,330
LIABILITIES:					
Current liabilities:	112,991	117,161	145,297	181,211	188,399
Account payables	57,173	57,783	81,021	89,055	87,355
Bank overdraft & ST loans	30,379	20,726	20,488	24,549	23,196
Current LT debt	10,271	16,503	19,635	38,500	50,526
Others current liabilities	15,167	22,150	24,154	29,108	27,322
Total LT debt	105,611	164,073	158,869	175,388	151,577
Others LT liabilities	23,799	36,329	52,392	56,895	56,330
Total liabilities	242,401	317,564	356,558	413,494	396,306
Minority interest	8,455	8,953	10,442	12,096	13,730
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	86,376	100,832	116,201
Shareholders' equity	129,712	126,655	145,470	159,926	175,295
Liabilities & equity	380,568	453,172	512,470	585,516	585,330

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	29,359	37,555	39,385
Tax paid	(3,459)	1,643	(4,466)	(7,151)	(8,029)
Depreciation & amortization	17,040	20,487	22,080	25,616	24,375
Chg In working capital	13,860	9,719	(14,493)	(4,961)	576
Chg In other CA & CL / minorities	4,748	9,035	(4,417)	2,584	(1,247)
Cash flow from operations	38,069	46,317	28,062	53,643	55,061
Capex	(21,584)	(69,625)	(30,600)	(74,800)	(27,200)
Right of use	0	(11,865)	0	0	0
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	(3,850)	(4,945)	9,665	767	(96)
Cash flow from investments	(32,444)	(87,210)	(20,808)	(74,033)	(27,296)
Debt financing	9,700	55,160	(2,310)	39,445	(13,138)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(7,860)	(3,930)	(8,892)	(14,054)	(14,626)
Warrants & other surplus	(2,722)	(1,400)	0	0	0
Cash flow from financing	(883)	49,830	(11,202)	25,390	(27,764)
Free cash flow	16,485	(23,309)	(2,538)	(21,157)	27,861

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	51.4	41.9	11.6	9.5	9.0
Normalized PE - at target price (x)	64.3	52.4	14.5	11.8	11.2
PE (x)	51.3	111.6	9.7	9.5	9.0
PE - at target price (x)	64.1	139.5	12.2	11.8	11.2
EV/EBITDA (x)	15.5	14.9	7.7	6.9	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	18.1	17.1	8.9	7.8	7.5
P/BV (x)	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5
P/BV - at target price (x)	2.6	2.7	2.3	2.1	1.9
P/CFO (x)	7.1	5.8	9.6	5.0	4.9
Price/sales (x)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	2.6	1.5	5.1	5.3	5.6
FCF Yield (%)	6.1	(8.6)	(0.9)	(7.9)	10.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.1	4.1	5.1	5.3
EPS	0.9	0.4	4.9	5.1	5.3
DPS	1.2	0.7	2.5	2.5	2.7
BV/share	23.1	22.6	25.9	28.5	31.2
CFO/share	6.8	8.2	5.0	9.6	9.8
FCF/share	2.9	(4.2)	(0.5)	(3.8)	5.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

IVL trades well below its long-term average PE multiple

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	1.6	(6.0)	48.0	11.1	(1.3)
Net profit (%)	(80.2)	(54.0)	1,047.7	2.9	5.2
EPS (%)	(80.7)	(54.0)	1,047.7	2.9	5.2
Normalized profit (%)	(78.2)	22.8	260.7	22.9	5.2
Normalized EPS (%)	(78.8)	22.8	260.7	22.9	5.2
Dividend payout ratio (%)	131.0	162.8	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.3	14.8	19.3	20.1	20.6
Operating margin (%)	2.6	3.0	7.5	8.3	8.9
EBITDA margin (%)	7.4	9.2	12.0	13.0	13.4
Net margin (%)	1.2	2.0	5.0	5.5	5.8
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.5	1.3	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.2	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.3	5.1	5.8	5.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	4.0	8.1	9.1	8.7
ROA - using norm profit (%)	1.4	1.5	4.8	5.2	5.1
ROE - using norm profit (%)	3.8	5.0	17.1	18.7	17.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	5.2	18.0	19.7	18.8
- asset turnover (x)	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9
- operating margin (%)	3.3	4.0	7.5	8.3	8.9
- leverage (x)	2.8	3.3	3.5	3.6	3.5
- interest burden (%)	51.1	41.4	80.2	82.7	82.6
- tax burden (%)	73.9	122.9	83.6	79.9	79.9
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	2.4	4.6	9.9	11.0	10.1
NOPAT (Bt m)	6,745	12,144	30,586	36,279	38,101
invested capital (Bt m)	265,520	308,567	329,021	377,921	380,152

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage remains manageable despite a major acquisition

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา
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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา ศรทรง
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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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
