

BUY (Unchanged)

TP: Bt 60.00 (Unchanged)

8 MARCH 2022

Change in Numbers

Upside : 41.2%

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

ยังคงเติบโตแข็งแกร่ง

ราคาหุ้นของ IVL ได้รับผลกระทบจากต้นทุนก๊าซในยุโรปที่สูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นปรับตัวลงมากแล้ว และคาดว่า IVL จะยังคงมี EPS ที่เติบโตแข็งแกร่งที่ 32% ในปี 2022F คงคำแนะนำ "ซื้อ"



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ยังคงเป็นหุ้นเติบโต

ราคาหุ้นของ IVL ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากความกังวลเรื่องราคาก๊าซที่สูงขึ้น ราคาที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ต้นทุนการผลิตของ IVL สูงขึ้นจากต้นทุนค่าไฟฟ้าและความร้อนที่เพิ่มขึ้น ราคาที่เพิ่มขึ้นในยุโรปพุ่งสูงขึ้น 136% YTD เพิ่มขึ้นมากกว่าในสหรัฐที่เพิ่มขึ้น 29% การดำเนินงานในยุโรปของ IVL คิดเป็น 21% ของ EBITDA รวม ขณะที่การดำเนินงานในสหรัฐ คิดเป็น 51% เราเห็นผลกระทบที่จำกัดต่อการดำเนินงานในเอเชีย (28% EBITDA) จากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น เราปรับลดประมาณการกำไรลง 5.7% ในปี 2022F ขณะที่คงประมาณการปี 2023-24F เช่นเดิม อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่า IVL เป็นหุ้นที่เติบโต โดยคาดว่า EPS จะเติบโต 32/12/3% ในปี 2022-24F ที่ 8.9/8.0 เท่า PE ในปี 2022-23F เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" IVL และเป็นหุ้น Top Pick ของเรา

ยังใกล้โต

ราคาก๊าซ Dutch TTF ซึ่งเป็นราคาอ้างอิงของยุโรป ได้ปรับเพิ่มขึ้นเป็น EUR212/MWh (US\$71/mmbtu) เทียบกับ EUR28/MWh ในปี 2021 จากการวิเคราะห์ sensitivity ของเรา ราคาที่เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่ามาอยู่ที่ EUR400/MWh ถ้าไรของ IVL ถึงจะไม่เติบโต ปัจจัยผลักดันการเติบโตที่สำคัญของ IVL คือ West PET spread ตามสัญญาที่สูงขึ้น เราคาดว่า PET EBITDA จะเพิ่มขึ้น 26% จากปีก่อน เรายังได้วิเคราะห์ sensitivity เพิ่มเติม ซึ่งเห็นว่าต้นทุนก๊าซในยุโรปที่เพิ่มขึ้นทุกๆ EUR10/MWh จะทำให้ EBITDA ของ IVL ลดลง US\$10m หรือ 0.9% ของกำไรสุทธิปี 2022F เราปรับเพิ่มต้นทุนก๊าซเฉลี่ยเป็น EUR150/MWh จาก EUR100/MWh เนื่องจากเราสมมติให้ยืนอยู่ที่ EUR200/MWh ในช่วง 2Q22-3Q22 ในประมาณการของเรา ราคาที่พุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในวันนั้นเป็นเพราะก๊าซที่รัสเซียส่งให้ยุโรปคิดเป็น 30% ของความต้องการในยุโรป และก๊าซของรัสเซียคิดเป็น 17% ของอุปทาน LNG โลก

PET spread ยังคงอยู่ในระดับสูง

Integrated PET spreads ยังคงอยู่ในระดับสูงในช่วงสงครามรัสเซีย/ยูเครน และค่อนข้างยืดหยุ่นกว่าเมื่อเทียบกับ petrochemical product spreads อื่นๆ Asia Integrated PET อยู่ที่ US\$254/tonne ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$234 ขณะที่ West integrated PET อยู่ที่ US\$800 เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ US\$463 ซึ่งสูงกว่าสมมติฐานปี 2022F ของเราที่ US\$227 สำหรับเอเชีย และ US\$601 สำหรับฝั่งตะวันตก เหตุผลที่ PET spread แข็งแกร่งนั้นเกิดจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง และการเติบโตของอุปทานที่จำกัด

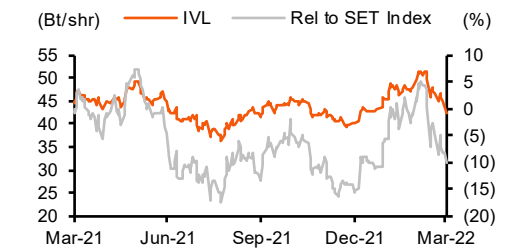
IOD พันตัว

เรายังคงเห็นการฟื้นตัวของธุรกิจออกไซด์และอนุพันธ์แบบบูรณาการ (IOD) ของ IVL เช่นเดิม โดยเฉพาะด้วยราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งในปัจจุบัน US MTBE spread ในปัจจุบัน (4% ของกำลังการผลิตรวมของ IVL) อยู่ที่ US\$582/tonne เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากระดับปีที่แล้ว และสูงที่สุดนับตั้งแต่ 2Q15 การเข้าซื้อกิจการ Oxitenon คาดว่าจะแล้วเสร็จในเดือนนี้ เราคาดว่า IOD EBITDA รวมจะเติบโต 52% ในปี 2022F และคิดเป็น 27% ของ EBITDA รวมของบริษัทฯ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	468,108	1,734,469	1,711,277	1,760,230
Net profit	26,288	26,894	29,987	30,854
Consensus NP	—	28,257	29,707	30,734
Diff frm cons (%)	—	(4.8)	0.9	0.4
Norm profit	20,420	26,894	29,987	30,854
Prev. Norm profit	—	28,510	29,995	30,996
Chg frm prev (%)	—	(5.7)	(0.0)	(0.5)
Norm EPS (Bt)	3.6	4.8	5.3	5.5
Norm EPS grw (%)	203.1	31.7	11.5	2.9
Norm PE (x)	11.7	8.9	8.0	7.7
EV/EBITDA (x)	7.8	7.4	7.5	7.2
P/BV (x)	1.5	1.4	1.2	1.1
Div yield (%)	2.4	5.6	6.3	6.5
ROE (%)	14.3	16.1	16.3	15.4
Net D/E (%)	115.5	144.5	148.8	130.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Mar-22 (Bt)	42.50
Market Cap (US\$ m)	7,192.5
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	29.9
12M Price H/L (Bt)	51.50/36.25
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 62.43%

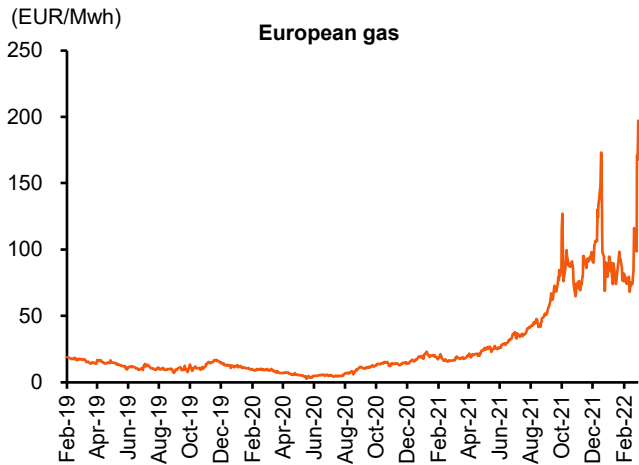
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

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

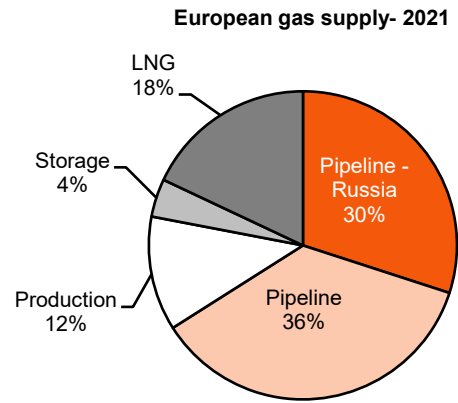


Ex 1: Market Concerns Over Russian Gas Supply



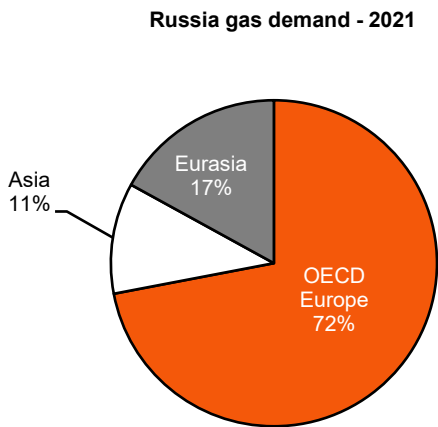
Source: Bloomberg

Ex 2: Russian Gas At One-third Of Europe's Supply



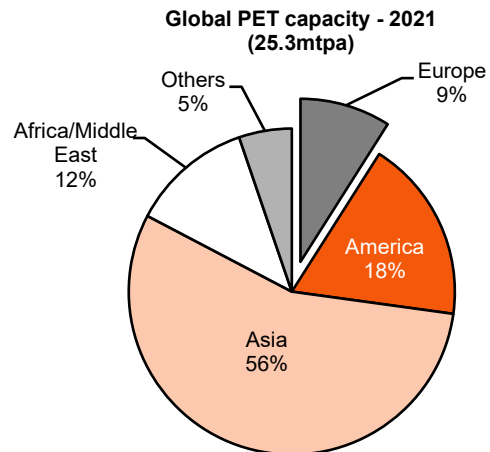
Source: Bloomberg

Ex 3: Europe Accounts For 70% Of Russian Gas Demand



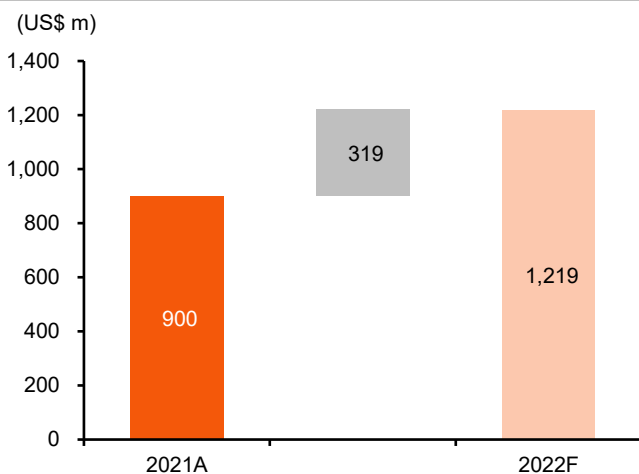
Sources: Bloomberg

Ex 4: Europe Accounts For 9% Of Global PET Capacity



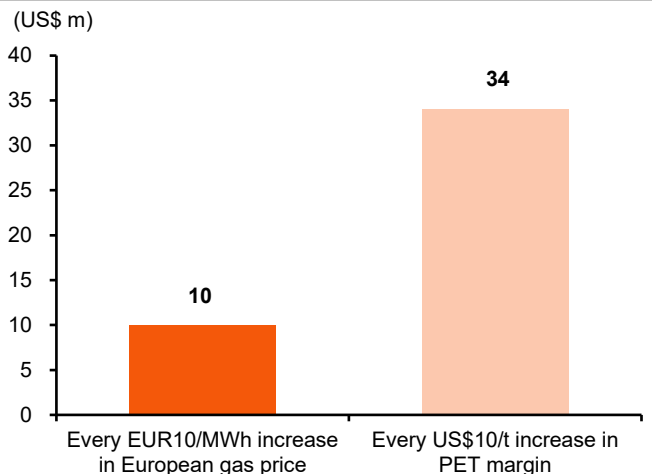
Sources: Bloomberg

Ex 5: IVL's Integrated PET EBITDA



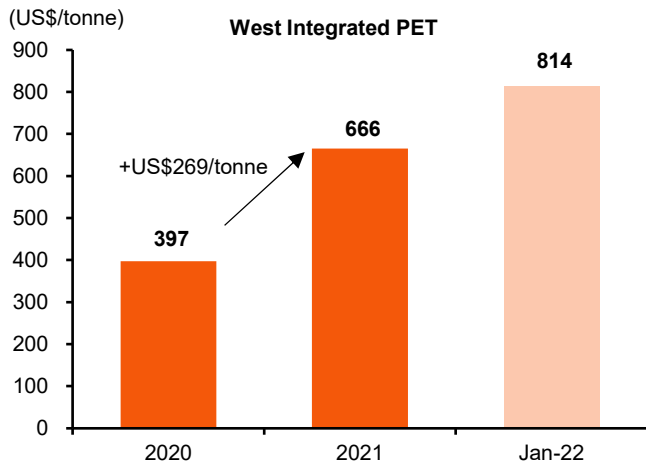
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: IVL's EBITDA Sensitivity



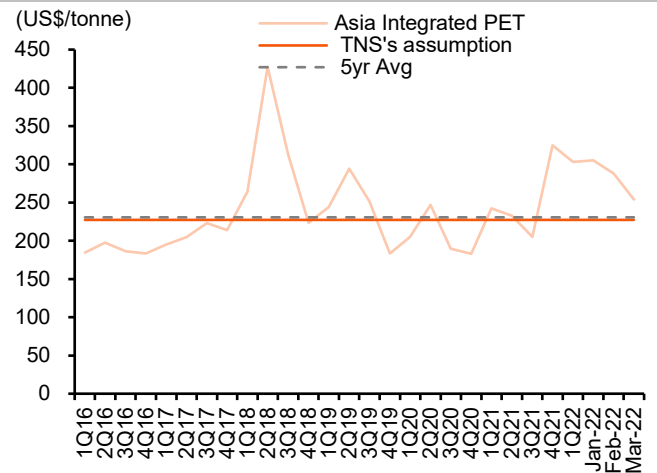
Sources: Thanachart estimates

Ex 7: West Integrated PET Spread



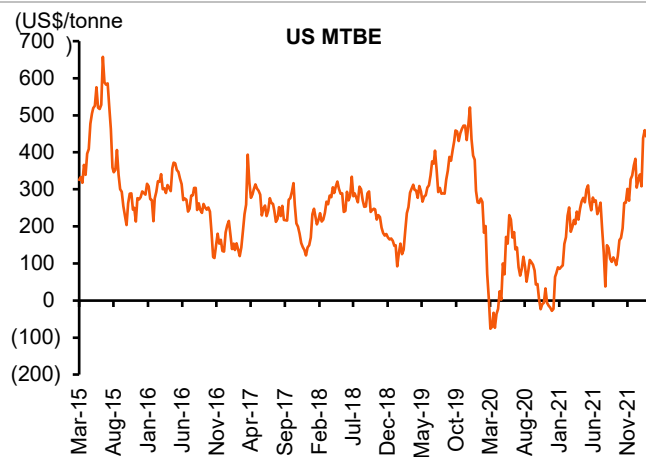
Source: Company data

Ex 8: Asia Integrated PET Spread



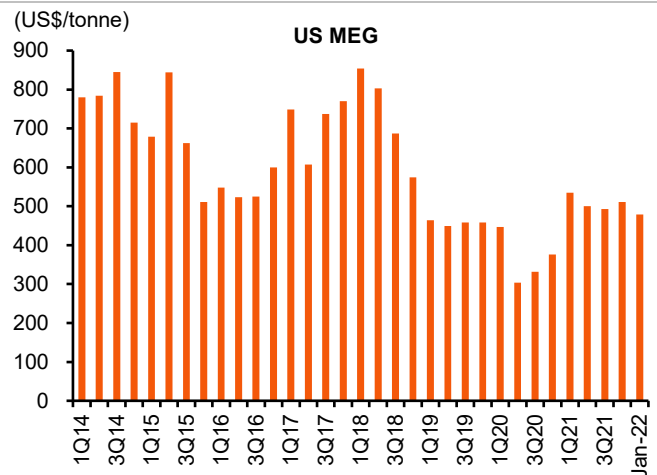
Source: Bloomberg

Ex 9: US MTBE Spread



Source: Bloomberg

Ex 10: US MEG Spread



Source: Company data

Ex 11: We Revise Down Our 2022F Profit As We Assume Higher European Gas Costs

(Bt m)	2022F	2023F	2024F
Net profit			
New	26,894	29,987	30,854
Old	28,510	29,995	30,996
Change (%)	(5.7)	(0.0)	(0.5)

Sources: Thanachart estimates

Ex 12: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA	72,912	74,514	76,966	78,997	81,106	83,295	85,568	87,929	90,380	92,924	95,567	
Free cash flow	(9,084)	32,064	47,679	49,228	50,829	52,485	54,199	55,973	57,809	59,709	74,424	932,018
PV of free cash flow	(7,615)	24,600	33,487	31,001	29,181	27,463	25,855	24,342	22,920	20,616	23,330	292,158
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.5											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	547,338											
Net debt	197,427											
Minority interest	14,262											
Equity value	335,649											
# of shares	5,615											
Equity value/share (Bt)	60											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	29.9	2.1	4.9	4.8	0.5	0.5	5.4	5.2	7.7	9.8
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	32.5	13.2	12.6	11.2	1.4	1.2	9.4	8.9	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	20.2	12.0	12.5	11.1	1.5	1.4	9.6	8.6	3.3	4.0
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	27.8	27.5	25.2	19.8	1.9	1.8	15.6	12.6	0.3	0.4
LG Chem	051910 KS	South Korea	(30.0)	25.4	14.0	11.2	1.5	1.3	6.5	5.5	2.2	2.2
SK Energy	096770 KS	South Korea	81.9	15.1	14.5	12.6	1.0	0.9	7.6	6.8	0.9	1.6
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	(6.5)	(6.2)	12.7	13.5	2.1	2.0	8.0	8.3	4.8	4.4
Formasa Chemical	1326 TT	Taiwan	(21.4)	(1.7)	14.4	14.6	1.2	1.2	11.7	12.1	6.5	5.3
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	3.1	10.2	13.1	11.9	0.7	0.7	11.4	10.9	5.7	5.9
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	38.2	19.6	13.4	11.2	0.8	0.8	8.4	7.7	3.7	4.5
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	31.7	11.5	8.9	8.0	1.4	1.2	7.4	7.5	5.6	6.3
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	(13.3)	(0.5)	9.0	9.0	0.7	0.7	7.5	7.2	8.2	5.6
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	(29.1)	46.0	13.3	9.1	1.2	1.1	12.5	8.6	3.8	5.5
TPI Polene	TIPL TB	Thailand	(40.7)	0.0	10.7	10.7	0.7	0.6	9.8	9.8	na	4.7
Average			8.9	12.4	12.8	11.3	1.2	1.1	9.3	8.6	4.1	4.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 8 March 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรพทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กระจกเทอเรพทาติกบริสุทธิ (PTA) และ โมโนเอธิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญทั่วโลก 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

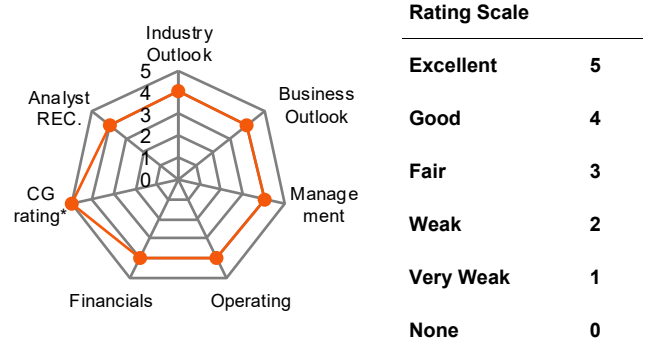
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	59.18	60.00	1%
Net profit 22F (Bt m)	28,257	26,894	-5%
Net profit 23F (Bt m)	29,707	29,987	1%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานราคาก๊าซยุโรปสูงขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	331,513	468,108	1,734,469	1,711,277	1,760,230
Cost of sales	277,729	386,738	1,485,809	1,460,945	1,503,701
Gross profit	53,784	81,370	248,660	250,332	256,529
% gross margin	16.2%	17.4%	14.3%	14.6%	14.6%
Selling & administration expenses	39,092	47,343	204,530	201,795	207,568
Operating profit	14,692	34,027	44,130	48,537	48,961
% operating margin	4.4%	7.3%	2.5%	2.8%	2.8%
Depreciation & amortization	20,469	21,736	25,616	24,375	25,553
EBITDA	35,161	55,763	69,747	72,912	74,514
% EBITDA margin	10.6%	11.9%	4.0%	4.3%	4.2%
Non-operating income	(1,318)	1,978	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,482)	(6,905)	(8,145)	(8,684)	(8,026)
Pre-tax profit	5,892	29,100	35,986	39,853	40,936
Income tax	(1,095)	6,703	7,230	8,004	8,220
After-tax profit	6,987	22,397	28,756	31,849	32,716
% net margin	2.1%	4.8%	1.7%	1.9%	1.9%
Shares in affiliates' Earnings	143	160	165	165	165
Minority interests	(392)	(2,137)	(2,027)	(2,027)	(2,027)
Extraordinary items	(4,324)	5,868	0	0	0
NET PROFIT	2,414	26,288	26,894	29,987	30,854
Normalized profit	6,738	20,420	26,894	29,987	30,854
EPS (Bt)	0.4	4.7	4.8	5.3	5.5
Normalized EPS (Bt)	1.2	3.6	4.8	5.3	5.5

We foresee a sharp earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	119,835	176,859	621,624	617,366	634,669
Cash & cash equivalent	19,390	16,456	15,241	20,241	20,241
Account receivables	33,422	53,172	197,016	194,382	199,943
Inventories	53,938	88,979	341,848	336,128	345,965
Others	13,084	18,252	67,518	66,616	68,521
Investments & loans	3,229	3,603	3,603	3,603	3,603
Net fixed assets	264,291	291,677	296,661	347,086	348,733
Other assets	65,817	69,689	135,615	134,408	136,957
Total assets	453,172	541,828	1,057,503	1,102,463	1,123,962
LIABILITIES:					
Current liabilities:	117,161	161,121	513,370	531,533	561,478
Account payables	57,783	90,265	346,789	340,986	350,965
Bank overdraft & ST loans	20,726	26,619	36,146	41,061	39,323
Current LT debt	16,503	17,371	27,972	51,996	69,160
Others current liabilities	22,150	26,866	102,463	97,490	102,030
Total LT debt	164,073	169,893	226,317	236,871	207,480
Others LT liabilities	36,329	39,811	127,422	125,872	129,145
Total liabilities	317,564	370,825	867,109	894,275	898,104
Minority interest	8,953	12,235	14,262	16,289	18,316
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	(6,852)	4,330	4,330	4,330	4,330
Retained earnings	67,561	88,492	105,855	121,622	137,266
Shareholders' equity	126,655	158,769	176,132	191,899	207,542
Liabilities & equity	453,172	541,828	1,057,503	1,102,463	1,123,962

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	5,892	29,100	35,986	39,853	40,936
Tax paid	1,495	(5,123)	(857)	(7,230)	(8,392)
Depreciation & amortization	20,469	21,736	25,616	24,375	25,553
Chg In working capital	9,719	(22,308)	(140,190)	2,552	(5,418)
Chg In other CA & CL / minorities	8,645	727	20,093	(4,678)	2,971
Cash flow from operations	46,220	24,133	(59,352)	54,871	55,649
Capex	(72,337)	(49,122)	(30,600)	(74,800)	(27,200)
Right of use	(11,865)	415	0	0	0
ST loans & investments	48	96	30	0	0
LT loans & investments	(682)	(374)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(141)	11,539	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,017)	3,511	21,685	(343)	725
Cash flow from investments	(86,994)	(33,934)	(8,885)	(75,143)	(26,475)
Debt financing	55,040	12,581	76,552	39,493	(13,964)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(3,930)	(5,193)	(9,531)	(14,220)	(15,210)
Warrants & other surplus	(1,400)	(520)	0	0	0
Cash flow from financing	49,710	6,867	67,021	25,272	(29,174)
Free cash flow	(26,117)	(24,989)	(89,952)	(19,929)	28,449

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	35.4	11.7	8.9	8.0	7.7
Normalized PE - at target price (x)	50.0	16.5	12.5	11.2	10.9
PE (x)	98.8	9.1	8.9	8.0	7.7
PE - at target price (x)	139.5	12.8	12.5	11.2	10.9
EV/EBITDA (x)	12.0	7.8	7.4	7.5	7.2
EV/EBITDA - at target price (x)	14.8	9.6	8.8	8.9	8.5
P/BV (x)	1.9	1.5	1.4	1.2	1.1
P/BV - at target price (x)	2.7	2.1	1.9	1.8	1.6
P/CFO (x)	5.2	9.9	(4.0)	4.3	4.3
Price/sales (x)	0.7	0.5	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	1.6	2.4	5.6	6.3	6.5
FCF Yield (%)	(10.9)	(10.5)	(37.7)	(8.4)	11.9
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	3.6	4.8	5.3	5.5
EPS	0.4	4.7	4.8	5.3	5.5
DPS	0.7	1.0	2.4	2.7	2.7
BV/share	22.6	28.3	31.4	34.2	37.0
CFO/share	8.2	4.3	(10.6)	9.8	9.9
FCF/share	(4.7)	(4.5)	(16.0)	(3.5)	5.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

IVL trades well below its long-term average PE multiple

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(6.0)	41.2	270.5	(1.3)	2.9
Net profit (%)	(54.0)	988.9	2.3	11.5	2.9
EPS (%)	(54.0)	988.9	2.3	11.5	2.9
Normalized profit (%)	28.6	203.1	31.7	11.5	2.9
Normalized EPS (%)	28.6	203.1	31.7	11.5	2.9
Dividend payout ratio (%)	162.8	21.4	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	16.2	17.4	14.3	14.6	14.6
Operating margin (%)	4.4	7.3	2.5	2.8	2.8
EBITDA margin (%)	10.6	11.9	4.0	4.3	4.2
Net margin (%)	2.1	4.8	1.7	1.9	1.9
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.3	1.5	1.6	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	1.4	1.5	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	2.0	4.9	5.4	5.6	6.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	8.1	8.6	8.4	9.3
ROA - using norm profit (%)	1.6	4.1	3.4	2.8	2.8
ROE - using norm profit (%)	5.3	14.3	16.1	16.3	15.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.5	15.7	17.2	17.3	16.4
- asset turnover (x)	0.8	0.9	2.2	1.6	1.6
- operating margin (%)	4.0	7.7	2.5	2.8	2.8
- leverage (x)	3.3	3.5	4.8	5.9	5.6
- interest burden (%)	44.1	80.8	81.5	82.1	83.6
- tax burden (%)	118.6	77.0	79.9	79.9	79.9
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	6.6	8.5	9.9	8.6	7.8
NOPAT (Bt m)	17,422	26,189	35,264	38,789	39,130
invested capital (Bt m)	308,567	356,196	451,326	501,586	503,266

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage remains manageable despite a major acquisition

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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:

บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 90 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2205A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค
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, 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, แพล

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

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

Data Support Team

มลฤดี 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