

BUY (Unchanged)

TP: Bt 62.00 (From: Bt 60.00)

1 JUNE 2022

Change in Numbers

Upside : 26.5%

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

ฐานกำไรใหม่ที่สูงขึ้น

เราปรับกำไรของ IVL ขึ้น 49/9/7% ในปี 2022-24F เนื่องจากเราปรับเพิ่มสมมติฐานสเปรดของ PET และ MTBE เราปรับมาใช้ปีฐาน 2023F และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 62 บาท ที่ 8.5 เท่า 2023F PE เรามองว่า IVL ไม่แพง กำไรจะเพิ่มขึ้นสูงฐานใหม่ เนื่องจากค่าระวางที่ยังคงสูงต่อเนื่อง และการเติบโตของกำลังการผลิต PET ที่จำกัดหนุนให้ตลาดตึงตัว



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ฐานกำไรใหม่; ซื้อขายต่ำกว่าระดับเฉลี่ย

เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 49/9/7% ในปี 2022-24F สะท้อนอัตรากำไรของ PET ที่สูงขึ้น และสเปรดของ MTBE ที่พุ่งสูงขึ้น คาดการณ์ของเราปัจจุบันมากกว่าของ consensus 33% แม้คาดว่า IVL จะมีฐานกำไรใหม่ที่สูงขึ้น และกำไรที่เติบโต 96% ในปี 2022F แต่หุ้นยังคงซื้อขายที่ 6.9 เท่า 2022F PE เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีที่ผ่านมาที่ 20 เท่า เรายังคงชอบ IVL เนื่องจากได้ประโยชน์จาก i) เศรษฐกิจที่กลับมา และได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจอีกครั้งของจีน ii) สเปรดของ PET ที่สูงในระยะกลาง iii) อัตราค่าระวางที่สูงต่อเนื่อง และ iv) ราคาน้ำมันที่สูง IVL ยังคงเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ นี้ และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

ฐานกำไรเติบโตอย่างมั่นคง

PET EBITDA ของ IVL เพิ่มขึ้น 91% y-y ใน 1Q22 โดยได้แรงหนุนจากการปรับราคา West PET ตามสัญญา เราคิดว่ากำไรของ PET (60% ของ EBITDA ใน 1Q22) จะสามารถแข็งแกร่งต่อเนื่องตลอดปี 2022 เนื่องจาก 70% ของปริมาณ West PET ถูกล็อกไว้แล้วที่มีมาร์จิ้นที่สูง นอกจากนี้ ตลาด PET ในวงกว้างยังคงได้แรงหนุนจากการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างจำกัด ขณะที่ความต้องการกำลังเพิ่มจากการกลับมาเปิดเศรษฐกิจอีกครั้ง สเปรดของ PET ในเอเชียอยู่เหนือค่าเฉลี่ยในอดีตเป็นเดือนที่ 8 ติดต่อกัน ปัจจุบันสเปรดอยู่ที่ US\$280/tonne ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$234 เราคาดว่าอัตรากำไรของ PET ของ IVL จะอ่อนตัวลงในปี 2023F สาเหตุหลักมาจากสมมติฐานอัตราค่าระวางที่ลดลงของเรา อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าอัตรากำไรจะกลับมาเป็นปกติที่ระดับที่สูงขึ้น เนื่องจาก i) การขาดแคลนคอนเทนเนอร์ต่อเนื่อง ซึ่งทำให้ West PET spread อยู่ในระดับสูง และ ii) การเพิ่มของอุปทานที่จำกัด

MTBE เป็น upside ที่เหนือความคาดหมาย

MTBE (4% ของกำลังการผลิตของ IVL) ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันเบนซินที่พุ่งสูงขึ้น เนื่องจากเคยเป็นสารเติมแต่งสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันเบนซิน สเปรดเพิ่มขึ้นเป็น US\$800/bbl เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$249/bbl และ US\$371/bbl ใน 1Q22 เราคาดว่าสเปรดจะยังคงอยู่ในระดับสูง เนื่องจากฤดูการขับรถ (Driving Season) ของสหรัฐฯ (พ.ค.-ก.ย.) เราคาดว่ากำไรเพิ่มขึ้นทุกๆ US\$10/t ของสเปรด MTBE จะทำให้ EBITDA เพิ่มขึ้น US\$6m ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานอัตรากำไรของ MTBE ขึ้นเป็น US\$500/t จาก US\$230/t ในปี 2022F และคงสมมติฐานปี 2023-24F เช่นเดิม

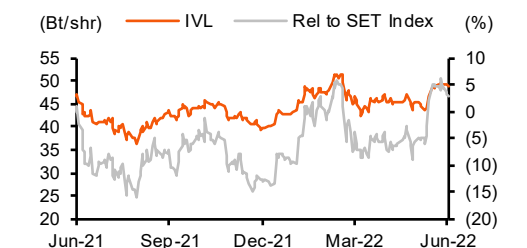
แรงกดดันด้านต้นทุนก๊าซบรรเทา

ก๊าซ Dutch TTF ได้ปรับตัวลงจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 1Q22 โดยลดลง 62% จากจุดสูงสุดเป็น EUR86/Mwh เนื่องจากยุโรปเติมคลังเก็บด้วยการนำเข้า LNG ระดับก๊าซคงคลังในยุโรปปัจจุบันอยู่ที่ 47% ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยตามฤดูกาลห้าปี ในขณะที่ 40% ของปริมาณก๊าซของ IVL ได้ลิโครบแล้ว เพื่อจำกัดผลกระทบจากการเพิ่มขึ้นของราคาอย่างกะทันหันในช่วงฤดูหนาวที่จะถึงนี้ สำหรับสหรัฐฯ (51% ของ EBITDA) เราจะเห็นแรงกดดันจากราคา Henry hub ที่สูงขึ้นใน 2Q22 แต่จะถูกชดเชยจากสเปรดของ MTBE ที่พุ่งสูงขึ้น (Exhibit 11)

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	43,604	32,537	33,129
Consensus NP	—	32,697	31,626	30,763
Diff frm cons (%)	—	33.4	2.9	7.7
Norm profit	20,420	40,105	32,537	33,129
Prev. Norm profit	—	26,894	29,987	30,854
Chg frm prev (%)	—	49.1	8.5	7.4
Norm EPS (Bt)	3.6	7.1	5.8	5.9
Norm EPS grw (%)	203.1	96.4	(18.9)	1.8
Norm PE (x)	13.5	6.9	8.5	8.3
EV/EBITDA (x)	8.5	6.7	7.3	7.0
P/BV (x)	1.7	1.4	1.3	1.1
Div yield (%)	2.0	4.1	3.1	3.1
ROE (%)	14.3	22.7	15.8	14.5
Net D/E (%)	115.5	147.5	125.4	103.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Jun-22 (Bt)	49.00
Market Cap (US\$ m)	8,007.9
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	29.1
12M Price H/L (Bt)	51.50/36.25
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 62.43%

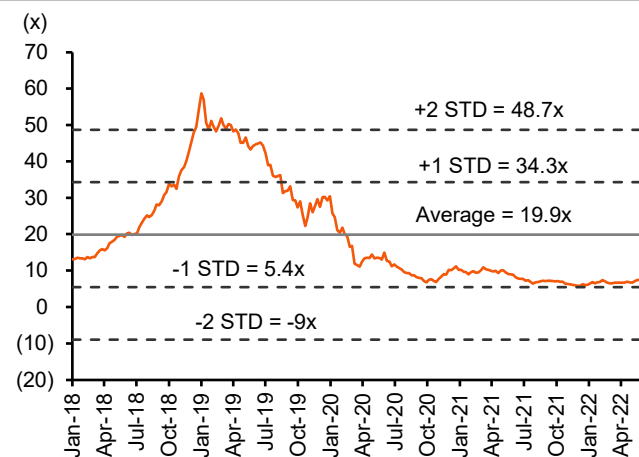
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

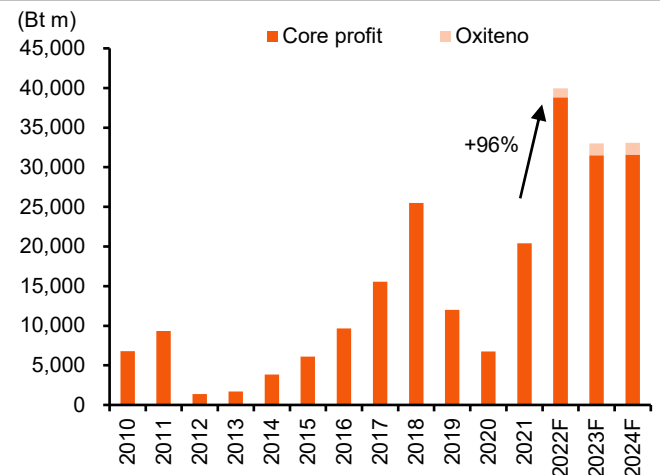


Ex 1: PE Is Well Below Historical Average



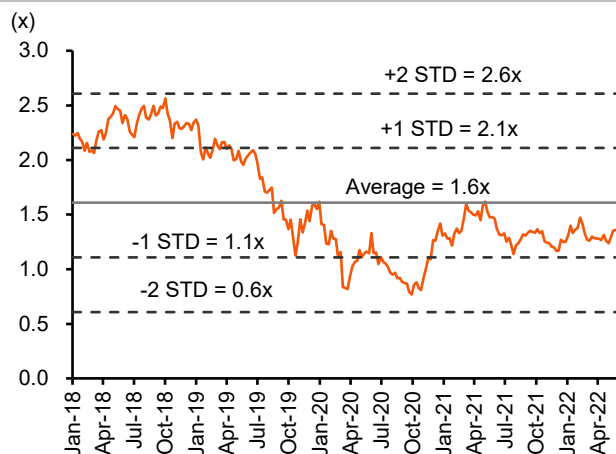
Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Core Profit To Shift To A Higher Base



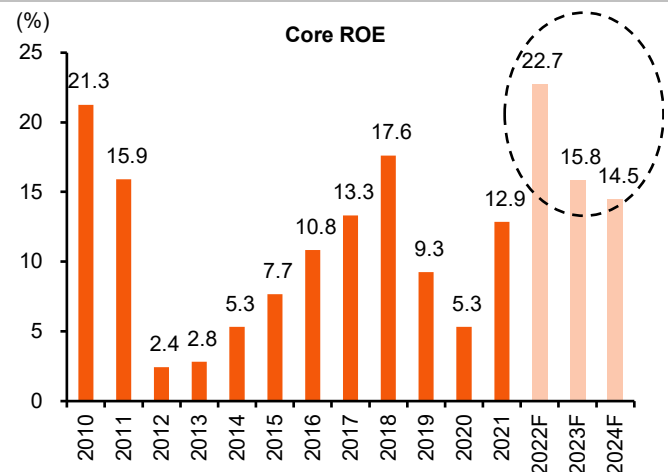
Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: P/BV Is Still Below Its Historical Average...



Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: ...But ROE Looks Set To Remain High



Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Key Assumption Changes

(US\$/tonne)	Actual					New			Old			Change (%)		
	2019A	2020A	2021A	1Q22	Apr-22	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
EBITDA per tonne	93	82	119	171	na	156	136	134	128	130	129	22	5	3
Industry margins														
Asia integrated PET	243	206	252	293	303	282	267	254	227	227	227	24	18	12
West integrated PET	439	397	666	823	813	810	687	644	601	538	495	35	28	30
US MEG	457	365	510	468	375	400	450	450	460	460	460	(13)	(2)	(2)
US MTBE	358	151	206	371	573	500	350	350	230	350	350	117	0	0

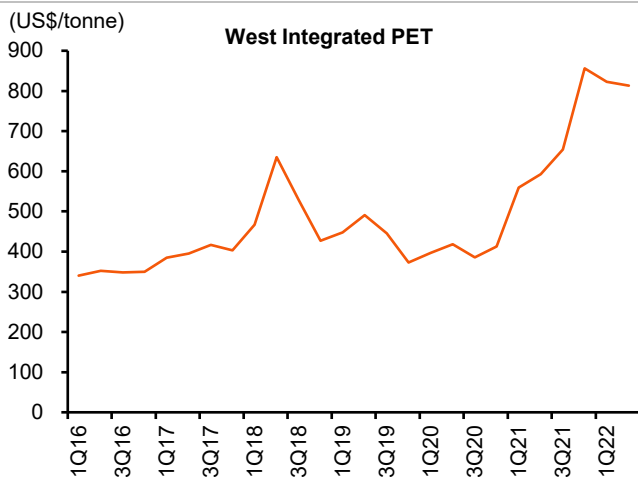
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Core Profit And TP Revisions

(Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F	TP (Bt/shr)
New	20,420	40,105	32,537	33,129	62.00
Old	20,420	26,894	29,987	30,854	60.00
Change (%)	0.0	49.1	8.5	7.4	3.3

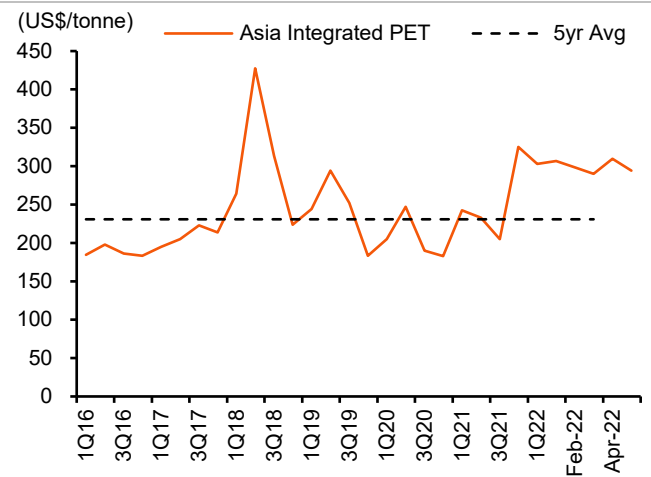
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: West Integrated PET Spread



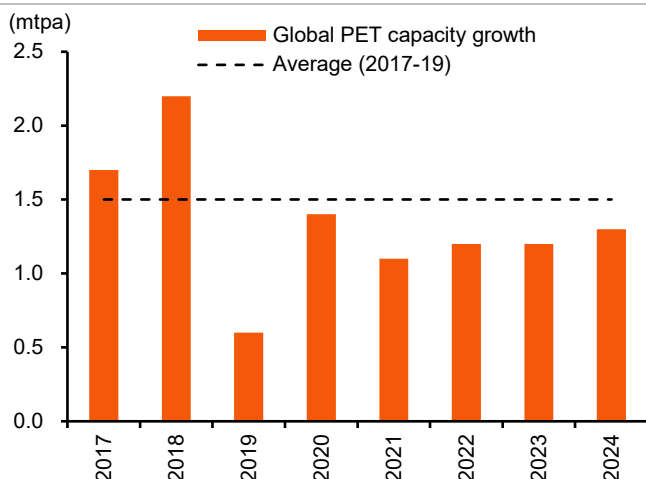
Source: Company data

Ex 8: Asia Integrated PET Spread



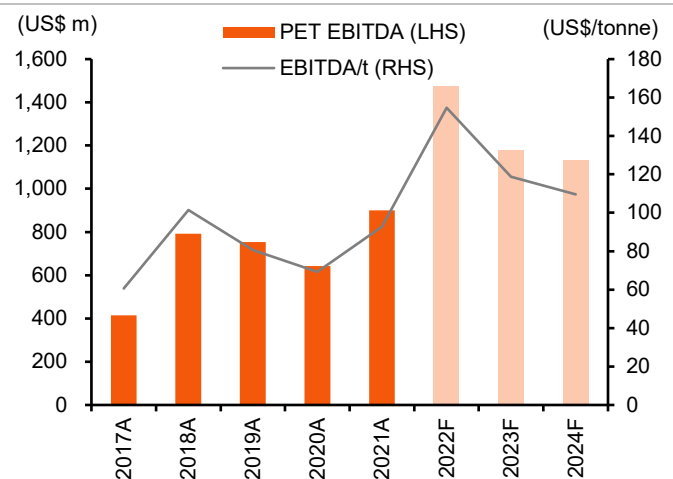
Source: Bloomberg

Ex 9: Global PET Capacity Growth

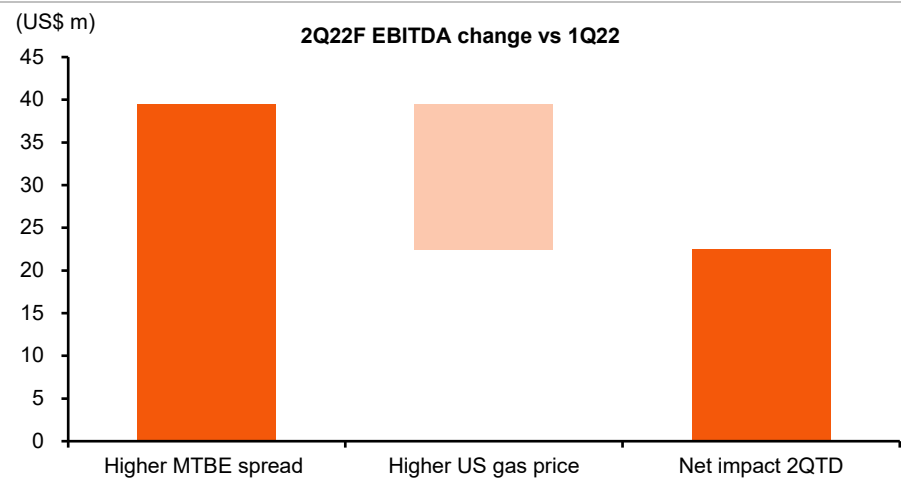


Source: Company data

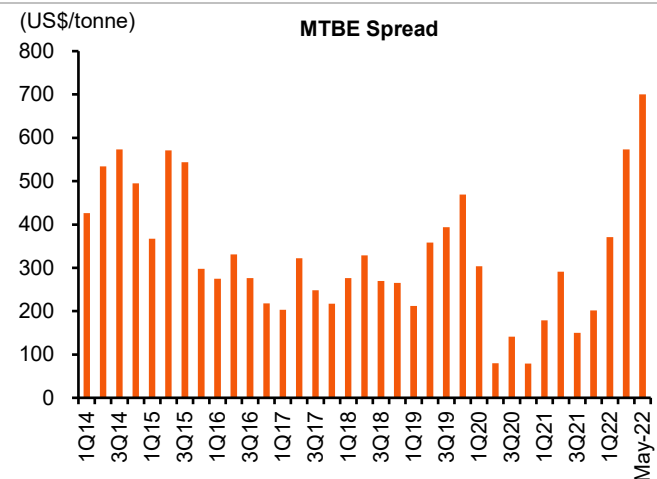
Ex 10: Our PET EBITDA Forecasts For IVL



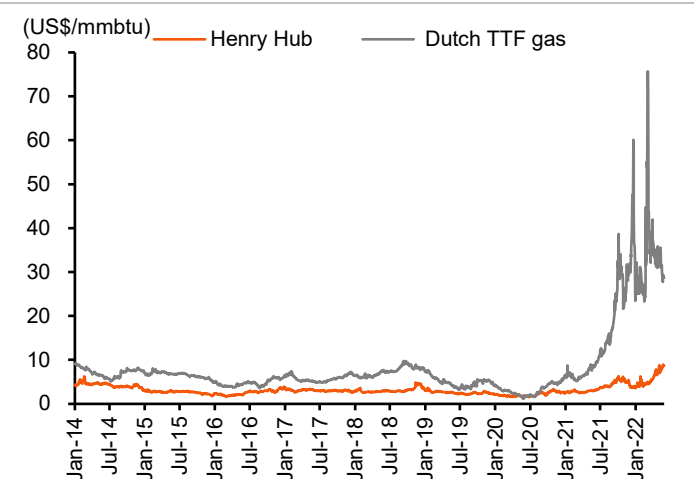
Source: Thanachart estimates

Ex 11: Higher MTBE Spread More Than Offset By Higher US Gas Costs

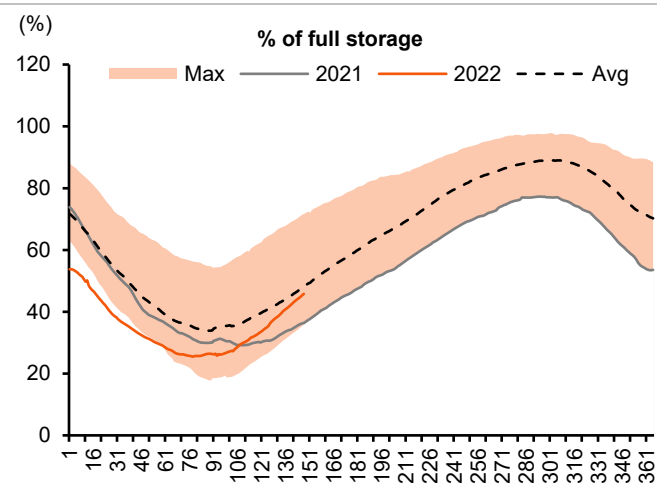
Source: Thanachart estimates

Ex 12: US MTBE Spread

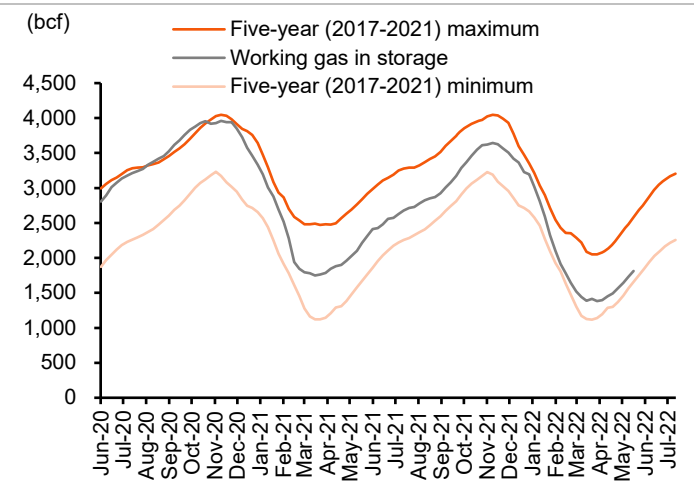
Source: Company data

Ex 13: US and Europe Gas Prices

Source: Bloomberg

Ex 14: Europe Gas Inventories

Source: Bloomberg

Ex 15: US Gas Inventories

Source: EIA

Ex 16: 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	77,833	77,356	74,413	71,538	73,417	75,367	77,391	79,492	81,672	83,935	86,284	
Free cash flow	35,353	33,195	47,754	45,357	46,739	48,185	49,680	51,227	52,827	54,483	67,142	942,670
PV of free cash flow	32,634	28,274	37,068	32,357	30,644	29,027	27,504	25,208	23,792	22,451	25,322	355,514
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	8.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	669,795											
Net debt	307,165											
Minority interest	14,262											
Equity value	348,368											
# of shares	5,615											
Equity value/share (Bt)	62											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	(29.1)	40.5	8.9	6.3	0.5	0.5	6.0	5.3	7.8	5.8
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	(66.7)	100.0	62.0	31.0	1.7	1.6	13.6	12.1	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	31.2	10.1	16.0	14.6	2.1	1.9	11.3	10.3	2.4	3.0
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	31.2	27.6	28.9	22.7	2.3	2.1	18.2	14.0	0.3	0.3
LG Chem	051910 KS	South Korea	(34.1)	26.1	17.3	13.7	1.6	1.5	6.4	5.3	1.9	1.8
SK Energy	096770 KS	South Korea	na	(21.7)	9.0	11.5	1.0	0.9	5.9	6.7	0.9	1.7
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	12.4	(10.0)	11.0	12.2	2.1	2.0	7.3	7.9	4.6	5.1
Formasa Chemical	1326 TT	Taiwan	(28.5)	(5.1)	16.5	17.3	1.2	1.2	14.1	13.7	6.2	4.6
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	4.7	13.6	13.5	11.9	0.7	0.7	10.8	10.3	5.4	5.7
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	(70.7)	489.1	61.4	10.4	0.8	0.7	12.8	7.4	4.4	4.8
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	96.4	(18.9)	6.9	8.5	1.4	1.3	6.7	7.3	4.1	3.1
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	(19.4)	5.4	9.5	9.1	0.7	0.6	7.5	7.0	5.2	5.0
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	(24.2)	35.0	12.5	9.3	1.2	1.1	12.1	8.5	4.0	5.4
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	(37.0)	0.0	9.5	9.5	0.6	0.6	9.6	9.9	na	5.0
Average			(10.3)	49.4	20.2	13.4	1.3	1.2	10.2	9.0	3.6	3.6

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 1 June 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

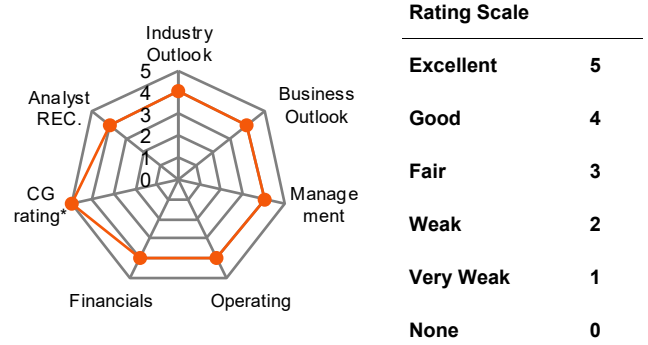
S — Strength

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

O — Opportunity

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

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

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

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	60.60	62.00	2%
Net profit 22F (Bt m)	32,697	43,604	33%
Net profit 23F (Bt m)	31,626	32,537	3%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2022F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานสเปรดของ PET และ MTBE ที่สูงขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่จะก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านผลตอบแทนของเร
- การลดลงของราคาน้ำมัน ซึ่งจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG ลดลงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- 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	1,469,844	1,457,562	1,501,377
Gross profit	53,784	81,370	264,625	253,715	258,853
% gross margin	16.2%	17.4%	15.3%	14.8%	14.7%
Selling & administration expenses	39,092	47,343	204,530	201,795	207,568
Operating profit	14,692	34,027	60,095	51,919	51,285
% operating margin	4.4%	7.3%	3.5%	3.0%	2.9%
Depreciation & amortization	20,469	21,736	27,130	25,914	26,071
EBITDA	35,161	55,763	87,225	77,833	77,356
% EBITDA margin	10.6%	11.9%	5.0%	4.5%	4.4%
Non-operating income	(1,318)	1,978	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,482)	(6,905)	(8,688)	(8,879)	(7,505)
Pre-tax profit	5,892	29,100	51,407	43,040	43,780
Income tax	(1,095)	6,703	9,440	8,641	8,789
After-tax profit	6,987	22,397	41,967	34,399	34,991
% net margin	2.1%	4.8%	2.4%	2.0%	2.0%
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	3,498	0	(0)
NET PROFIT	2,414	26,288	43,604	32,537	33,129
Normalized profit	6,738	20,420	40,105	32,537	33,129
EPS (Bt)	0.4	4.7	7.8	5.8	5.9
Normalized EPS (Bt)	1.2	3.6	7.1	5.8	5.9

IVL looks on track to see
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	617,951	616,588	634,135
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	338,175	335,349	345,430
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	345,397	354,133	356,512
Other assets	65,817	69,689	135,615	134,408	136,957
Total assets	453,172	541,828	1,102,566	1,108,732	1,131,207
LIABILITIES:					
Current liabilities:	117,161	161,121	515,701	525,605	551,902
Account payables	57,783	90,265	343,063	340,196	350,423
Bank overdraft & ST loans	20,726	26,619	40,125	38,883	36,100
Current LT debt	16,503	17,371	31,051	49,238	63,491
Others current liabilities	22,150	26,866	101,463	97,288	101,888
Total LT debt	164,073	169,893	251,230	224,305	190,474
Others LT liabilities	36,329	39,811	127,422	125,872	129,145
Total liabilities	317,564	370,825	894,354	875,781	871,521
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	123,674	146,386	171,093
Shareholders' equity	126,655	158,769	193,951	216,662	241,370
Liabilities & equity	453,172	541,828	1,102,566	1,108,732	1,131,207

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	51,407	43,040	43,780
Tax paid	1,495	(5,123)	(3,066)	(7,868)	(8,960)
Depreciation & amortization	20,469	21,736	27,130	25,914	26,071
Chg In working capital	9,719	(22,308)	(140,243)	2,594	(5,415)
Chg In other CA & CL / minorities	8,645	727	19,093	(3,880)	3,031
Cash flow from operations	46,220	24,133	(45,679)	59,799	58,507
Capex	(72,337)	(49,122)	(80,850)	(34,650)	(28,450)
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	25,183	(343)	725
Cash flow from investments	(86,994)	(33,934)	(55,637)	(34,993)	(27,725)
Debt financing	55,040	12,581	108,523	(9,981)	(22,359)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(3,930)	(5,193)	(8,422)	(9,825)	(8,422)
Warrants & other surplus	(1,400)	(520)	0	0	0
Cash flow from financing	49,710	6,867	100,101	(19,806)	(30,781)
Free cash flow	(26,117)	(24,989)	(126,529)	25,149	30,057

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	40.8	13.5	6.9	8.5	8.3
Normalized PE - at target price (x)	51.7	17.0	8.7	10.7	10.5
PE (x)	114.0	10.5	6.3	8.5	8.3
PE - at target price (x)	144.2	13.2	8.0	10.7	10.5
EV/EBITDA (x)	13.0	8.5	6.7	7.3	7.0
EV/EBITDA - at target price (x)	15.1	9.8	7.5	8.2	8.0
P/BV (x)	2.2	1.7	1.4	1.3	1.1
P/BV - at target price (x)	2.7	2.2	1.8	1.6	1.4
P/CFO (x)	6.0	11.4	(6.0)	4.6	4.7
Price/sales (x)	0.8	0.6	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	1.4	2.0	4.1	3.1	3.1
FCF Yield (%)	(9.5)	(9.1)	(46.0)	9.1	10.9
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	3.6	7.1	5.8	5.9
EPS	0.4	4.7	7.8	5.8	5.9
DPS	0.7	1.0	2.0	1.5	1.5
BV/share	22.6	28.3	34.5	38.6	43.0
CFO/share	8.2	4.3	(8.1)	10.7	10.4
FCF/share	(4.7)	(4.5)	(22.5)	4.5	5.4

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	65.9	(25.4)	1.8
EPS (%)	(54.0)	988.9	65.9	(25.4)	1.8
Normalized profit (%)	28.6	203.1	96.4	(18.9)	1.8
Normalized EPS (%)	28.6	203.1	96.4	(18.9)	1.8
Dividend payout ratio (%)	162.8	21.4	25.8	25.9	25.4
Operating performance					
Gross margin (%)	16.2	17.4	15.3	14.8	14.7
Operating margin (%)	4.4	7.3	3.5	3.0	2.9
EBITDA margin (%)	10.6	11.9	5.0	4.5	4.4
Net margin (%)	2.1	4.8	2.4	2.0	2.0
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.3	1.5	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	1.5	1.3	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.0	4.9	6.9	5.8	6.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	8.1	10.0	8.8	10.3
ROA - using norm profit (%)	1.6	4.1	4.9	2.9	3.0
ROE - using norm profit (%)	5.3	14.3	22.7	15.8	14.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.5	15.7	23.8	16.8	15.3
- asset turnover (x)	0.8	0.9	2.1	1.5	1.6
- operating margin (%)	4.0	7.7	3.5	3.0	2.9
- leverage (x)	3.3	3.5	4.7	5.4	4.9
- interest burden (%)	44.1	80.8	85.5	82.9	85.4
- tax burden (%)	118.6	77.0	81.6	79.9	79.9
WACC (%)	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
ROIC (%)	6.6	8.5	13.8	8.3	8.1
NOPAT (Bt m)	17,422	26,189	49,060	41,496	40,989
invested capital (Bt m)	308,567	356,196	501,116	508,847	511,195

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage on a declining trend with lower capex and growing profit

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

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

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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