

Fundamental Story

Indorama Ventures Pcl (IVL TB) - HOLD

Earnings Preview

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กำไร 3Q22F อ่อนแอ

- คาดกำไรปกติ 3Q22F ลดลง 29% q-q เป็น 9.5 พันลบ.
- ต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นและสเปรด MTBE ที่ต่ำลงเป็นปัจจัยกดดันหลัก
- ปีหน้าทำหาย แม้สัดส่วนผลิตภัณฑ์ดีขึ้น
- คงคำแนะนำ "ถือ" เนื่องจากเรามองว่าเต็มมูลค่าแล้ว

- เราคาดว่า IVL จะรายงานกำไรปกติ 3Q22 ลดลง 29% q-q เป็น 9.5 พันลบ. แต่เพิ่มขึ้น 69% y-y กำไรปกติ 9M22 จะคิดเป็นประมาณ 84% ของประมาณการทั้งปีของเรา ผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะดีกว่าคาดเล็กน้อยเนื่องจาก PET margin ที่ดีกว่าคาดซึ่งยังคงรักษาระดับได้ดีใน 3Q22 เรายังไม่ได้รวมผลขาดทุนจากสต็อกจากราคาสินค้าที่ลดลง เราคงคำแนะนำ "ถือ" IVL เนื่องจากเราเชื่อว่า IVL นั้นซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ 7.5 เท่า 2023F PE เทียบกับกำไรที่มีแนวโน้มลดลง
- แรงกดดันจากต้นทุนก๊าซ ราคาก๊าซของ European Title Transfer Facility (TTF) เพิ่มขึ้น 104% q-q เป็น EUR205/MWh ใน 3Q22 หลังจากที่เราซื้อสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nordstrom 1 ซึ่งเป็นท่อส่งก๊าซหลักไปยังประเทศในยุโรป เราคาดว่า IVL จะได้รับแรงกดดันจากราคาก๊าซที่สูงขึ้น แม้ว่า IVL จะมีสถานะป้องกันความเสี่ยงก๊าซสำหรับทั้งยุโรปและสหรัฐอเมริกาแล้วก็ตาม บริษัท ป้องกันความเสี่ยงไว้ที่ 38% ของก๊าซที่จำเป็นสำหรับการผลิตในยุโรปใน 3Q22F ที่ราว EUR70/MWh เราคาดว่า EBITDA ของ IVL ใน 3Q22 จะลดลง US\$60m q-q เทียบกับลดลง US\$27m q-q ใน 2Q22
- PET margin คงที่ q-q Integrated PET spread ในเอเชียยังคงทรงตัว q-q ที่ US\$303/tonne เทียบกับที่เราคาดว่าสเปรดน่าจะลดลงใน 2H22F เนื่องจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากการจัดส่งอาหาร
- IOD EBITDA ลดลง เนื่องจากสเปรด MTBE ที่ต่ำกว่า เราคาดว่า EBITDA จากธุรกิจ integrated oxide (IOD) จะลดลง 19% q-q เป็น US\$209m สาเหตุหลักมาจาก MTBE ที่ลดลง สเปรด MTBE กลับมาเป็นปกติแล้วใน 3Q22 โดยลดลง 28% q-q เป็น US\$687/tonne จากความต้องการน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ ที่อ่อนแอ
- ปีหน้าทำหาย แม้สัดส่วนผลิตภัณฑ์ดีขึ้น ผลิตภัณฑ์หลักของ IVL เช่น PET (57% ของ EBITDA ใน 2Q22) มีแนวโน้มที่ดีขึ้นเมื่อเทียบกับตลาดโอเลฟิน เนื่องจากมีอุปทานเพิ่มเติมจำกัด ขณะที่อุปสงค์ไม่อ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ อย่างไรก็ตาม อัตราค่าระวางก็ลดลงเช่นกัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาระจาสัญญาของ IVL สำหรับ West PET ในปีหน้า ตามข้อมูลของบริษัท IVL สามารถได้ราคาตามสัญญาที่ดีขึ้นสำหรับปี 2023F อย่างไรก็ตาม PET spread เอเชียเริ่มลดลงในเดือนกันยายนเป็น US\$278/ton ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยใน 3Q22 รวม 8% ซึ่งน่าจะช่วยให้ integrated PET margin โดยรวมลดลงในปีหน้า เราคาดว่ากำไรของ IVL จะลดลง 27% ในปี 2023F

Key Valuations

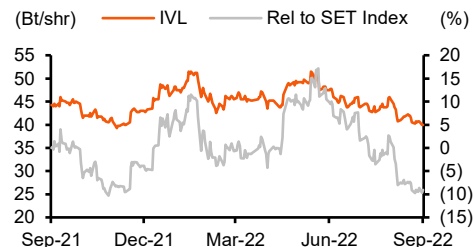
Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue	468,108	1,734,469	1,711,277	1,760,230
Net profit	26,288	42,928	28,948	28,371
Norm net profit	20,420	39,430	28,948	28,371
Norm EPS (Bt)	3.6	7.0	5.2	5.1
Norm EPS gr (%)	203.1	93.1	(26.6)	(2.0)
Norm PE (x)	10.7	5.5	7.5	7.7
EV/EBITDA (x)	7.4	6.1	7.0	6.9
P/BV (x)	1.4	1.1	1.0	0.9
Div. yield (%)	2.6	5.2	3.9	3.9
ROE (%)	14.3	22.4	14.3	12.8
Net D/E (%)	115.5	148.3	129.5	111.1

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	38.75
Target price (Bt)	46.00
Market cap (US\$ m)	5,670
Avg daily turnover (US\$ m)	23.7
12M H/L price (Bt)	51.50/39.25

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

Ex 1: 3Q22F Result Preview

(US\$ m)	3Q21	2Q22	3Q22F	(q-q%)	(y-y%)
EBITDA	437	758	648	(15)	48
Depreciation	(171)	(186)	(186)	-	9
EBIT	266	572	462	(19)	73
Net Finance Costs	(53)	(61)	(61)	-	14
PBT	215	511	401	(22)	87
Current	(50)	(128)	(96)	(25)	94
Non Controlling Interests (NCI)	(9)	(42)	(42)	(1)	374
Core net profit	180	386	263	(32)	46
Core net profit (Bt m)	5,611	13,232	9,455	(29)	69
Inventory Gain/(Loss)	60	195		(100)	(100)
Other Extraordinary Income/(Expense)	(20)			nmf	(100)
Reported profit	197	593	263	(56)	33
Reported profit (Bt m)	6,548	20,278	9,455	(53)	44

Sources: Company data, Thanachart estimates

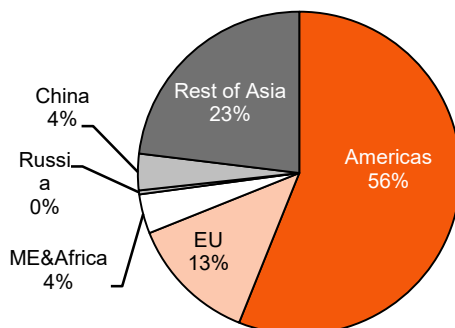
Ex 2: Key Operating Data

EBITDA breakdown	3Q21	2Q22	3Q22F	(q-q%)	(y-y%)
Combined PET	258	431	371	(14)	44
IOD	120	259	209	(19)	74
Fibers	49	55	55	-	14
Total	437	758	648	(15)	48
Industry spreads (US\$/tonne)					
Integrated PET - West	654	810	774	(4)	18
Integrated PET - Asia	185	302	303	1	64
MTBE	150	888	705	(21)	370
US EOEG	493	310	200	(36)	(60)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Core EBITDA Breakdown – 1H22

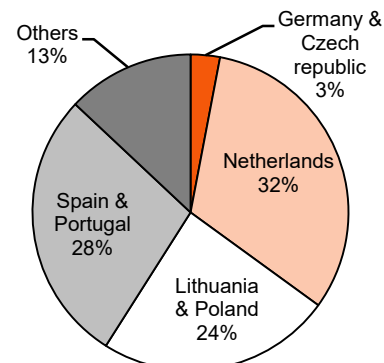
Core EBITDA breakdown - 1H22



Source: Company data

Ex 4: Europe EBITDA Breakdown – 1H22

Europe EBITDA breakdown - 1H22



Source: Company data

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 93 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, BTS16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2301A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CPN16C2301A, DTAC16C2212A, DOHOME16C2301A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2209A, GULF16C2301A, GULF16C2210A, GUNKUL16C2301A, GUNK16C2209A, HANA16C2301A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2301A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBANK16C2301A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2301A, MINT16C2211A, MTC16C2301A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, VGI16C2301A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, CPN, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, TTA, TU, VGI, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 มีการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หนูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ 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)