

# Fundamental Story

## Indorama Ventures Pcl (IVL TB) - SELL, Price Bt20.90, TP Bt14.00

Results Comment

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

### 4Q25 ต่ำกว่าคาดมาก

- IVL รายงานผลขาดทุนสุทธิ 4Q25 จำนวน 4.7 พันลบ. (3Q25 ขาดทุน 818 ลบ.; 4Q24 กำไร 1 พันลบ.) ต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 2.6 พันลบ. และต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 2 พันลบ. สะท้อนถึงความอ่อนแอในหลายธุรกิจหลัก
- ผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลักอยู่ที่ 2.8 พันลบ. (3Q25 มีกำไร 177 ลบ.) โดยถูกกดดันจาก EBITDA ที่ลดลงเหลือ 5 พันลบ. (-38% q-q, -49% y-y) จาก spread ของ West PET และ MEG ในสหรัฐฯ ที่อ่อนตัวลง ประกอบกับผลกระทบเนื่องจากการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน PO และ MTBE ทั้งนี้ อัตรากำไรของ West PET ลดลง 7% q-q และ 21% y-y เหลือ US\$337/t ขณะที่ MEG spread ลดลง 19% q-q และ 25% y-y เหลือ US\$322/t โรงงาน MTBE ปิดซ่อมตามแผนตั้งแต่เดือนกันยายนถึงกลางเดือนพฤศจิกายน และกลับมาเปิดดำเนินการอีกครั้งในสภาวะที่อัตรากำไรอ่อนแอ ส่งผลให้ไม่มีแรงหนุนต่อกำไรใน 4Q25
- ปริมาณการขายลดลง 4% q-q และ 9% y-y อยู่ที่ 3.39 ล้านตัน โดยกลุ่มธุรกิจ Indovinya อ่อนแอที่สุด (-38% q-q, -27% y-y) จากการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน PO และอุปสงค์ที่อ่อนตัว
- ขาดทุนจากสต็อกเพิ่มขึ้นเป็น 974 ลบ. (3Q25: ขาดทุน 432 ลบ.; 4Q24: ขาดทุน 1.8 พันลบ.) นอกจากนี้ บริษัทยังบันทึกรายการค่าใช้จ่ายพิเศษประมาณ 800 ลบ. ที่เกี่ยวกับค่าใช้จ่ายการทำ IPO และการปรับโครงสร้างต้นทุนธุรกิจในกลุ่ม CPET และ Fiber
- เราคาดว่า 1Q26 จะฟื้นตัวดีขึ้น จากการไม่มีผลกระทบของการปิดซ่อม PO/MTBE และการฟื้นตัวของอัตรากำไรของ PET โดยเรากำลังทบทวนประมาณการปี 2026F จาก integrated PET spread ที่แข็งแกร่งกว่าคาด

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	122,511	118,448	117,552	109,163	102,083	Revenue	(6)	(17)	116	447,246	360,667
<b>Gross profit</b>	<b>17,735</b>	<b>16,036</b>	<b>17,637</b>	<b>14,875</b>	<b>12,904</b>	<b>Gross profit</b>	<b>(13)</b>	<b>(27)</b>	<b>105</b>	<b>61,453</b>	<b>61,930</b>
SG&A	12,636	12,968	13,136	12,356	12,237	SG&A	(1)	(3)	114	50,697	41,500
Operating profit	5,099	3,068	4,501	2,519	667	Operating profit	(74)	(87)	76	10,756	20,430
<b>EBITDA</b>	<b>11,719</b>	<b>9,386</b>	<b>10,756</b>	<b>9,129</b>	<b>7,111</b>	<b>EBITDA</b>	<b>(22)</b>	<b>(39)</b>	<b>91</b>	<b>36,381</b>	<b>44,788</b>
Other income	(345)	59	0	(98)	(64)	Other income	na	na	na	(103)	0
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense			na	0	
Interest expense	3,942	3,938	3,560	3,665	3,596	Interest expense	(2)	(9)	100	14,759	13,780
<b>Profit before tax</b>	<b>812</b>	<b>(811)</b>	<b>941</b>	<b>(1,243)</b>	<b>(2,993)</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>650</b>	<b>(4,106)</b>	<b>6,650</b>
Income tax	268	270	149	(1,309)	(196)	Income tax	na	na	167	(1,086)	1,381
Equity & invest. income	(317)	0	19	164	(94)	Equity & invest. income	na	na	na	88	366
Minority interests	485	106	(216)	(52)	27	Minority interests	na	(94)	na	(135)	0
Extraordinary items	383	(337)	(1,116)	(995)	(1,834)	Extraordinary items	na	na	175	(4,282)	0
<b>Net profit</b>	<b>1,096</b>	<b>(1,312)</b>	<b>(521)</b>	<b>(818)</b>	<b>(4,697)</b>	<b>Net profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>302</b>	<b>(7,348)</b>	<b>5,635</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>713</b>	<b>(975)</b>	<b>595</b>	<b>177</b>	<b>(2,864)</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(16,590)</b>	<b>(3,067)</b>	<b>5,635</b>
EPS (Bt)	0.20	(0.23)	(0.09)	(0.15)	(0.84)	EPS (Bt)	na	na	228	(1.31)	0.84
Normalized EPS (Bt)	0.13	(0.17)	0.11	0.03	(0.51)	Normalized EPS (Bt)	na	na	397	(0.55)	0.84

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios (%)					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25		4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	18,039	20,212	19,705	31,902	27,983	Sales growth	(4.9)	(12.8)	(19.7)	(20.6)	(16.7)
A/C receivable	53,085	51,417	49,413	42,201	36,334	Operating profit growth	239.5	(42.6)	(21.4)	(67.3)	(86.9)
Inventory	92,855	92,863	87,938	87,108	78,210	EBITDA growth	27.2	(25.2)	(17.7)	(37.4)	(39.3)
Other current assets	20,137	23,319	23,001	25,646	24,114	Norm profit growth	na	na	(51.3)	(94.1)	na
Investment	3,779	3,916	11,108	11,278	11,044	Norm EPS growth	na	na	(51.3)	(94.1)	na
Fixed assets	271,124	273,066	279,167	275,890	269,933	Gross margin	14.5	13.5	15.0	13.6	12.6
Other assets	82,533	81,124	78,224	78,183	75,862	Operating margin	4.2	2.6	3.8	2.3	0.7
<b>Total assets</b>	<b>541,552</b>	<b>545,917</b>	<b>548,555</b>	<b>552,207</b>	<b>523,480</b>	EBITDA margin	9.6	7.9	9.1	8.4	7.0
S-T debt	71,109	66,487	82,768	59,704	58,825	Norm net margin	0.6	(0.8)	0.5	0.2	(2.8)
A/C payable	93,116	99,295	93,330	89,498	86	D/E (x)	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0
Other current liabilities	28,512	28,100	24,491	27,571	111,652	Net D/E (x)	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
L-T debt	178,870	182,143	173,558	204,671	194,577	Interest coverage (x)	3.0	2.4	3.0	2.5	2.0
Other liabilities	31,015	29,976	30,193	30,854	29,389	Interest rate	7.9	6.3	5.6	5.6	5.6
Minority interest	12,979	13,140	12,555	11,565	11,424	Effective tax rate	32.9	(33.2)	15.8	105.3	6.5
<b>Shareholders' equity</b>	<b>125,951</b>	<b>126,776</b>	<b>131,661</b>	<b>128,343</b>	<b>117,527</b>	ROA	0.5	(0.7)	0.4	0.1	(2.1)
Working capital	52,824	44,985	44,021	39,811	114,458	ROE	2.1	(3.1)	1.8	0.5	(9.3)
Total debt	249,979	248,630	256,325	264,375	253,402						
<b>Net debt</b>	<b>231,940</b>	<b>228,417</b>	<b>236,621</b>	<b>232,474</b>	<b>225,419</b>						

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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:

**หมายเหตุ:** ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)