

Fundamental Story

Indorama Ventures Pcl (IVL TB) - SELL

News Update

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

การประกาศควมรวมกิจการด้านบรรจุภัณฑ์

- การเข้าจดทะเบียนของ Indovida ผ่าน EPL
 - ขยายธุรกิจบรรจุภัณฑ์; ช่วยให้ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้น
 - มูลค่าหุ้นอยู่ในระดับใกล้เคียงกับบริษัทในกลุ่มเดียวกัน
 - คงคำแนะนำ “ขาย” เนื่องจากราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นสะท้อนปัจจัยบวกไปแล้ว
- IVL มีแผนควมรวม Indovida India เข้ากับ EPL เพื่อให้ Indovida สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นอินเดียได้ เรามองว่าดีลดังกล่าวมีผลบวกในระดับปานกลาง โดยช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจบรรจุภัณฑ์และฐานะทางการเงิน แม้อยู่ที่มูลค่าที่สูงกว่าดีลก่อนหน้านี้ของ EPL และอาจก่อให้เกิด earnings dilution ในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” เนื่องจากการปรับตัวขึ้นของราคาหุ้นล่าสุดได้สะท้อนปัจจัยบวกระยะสั้นจากความขัดแย้งระหว่างอิหร่าน-สหรัฐฯ ไปแล้ว
- ภาพรวมของธุรกรรม: IVL จะควมรวม Indovida (ธุรกิจบรรจุภัณฑ์ชนิดแข็ง) เข้ากับ EPL (บริษัทบรรจุภัณฑ์แบบยืดหยุ่นที่จดทะเบียนในอินเดีย) ซึ่งปัจจุบัน IVL ถือหุ้นอยู่ 24.9% EPL จะออกหุ้นใหม่ให้กับ IVL (ผ่าน Indorama Netherlands) ส่งผลให้สัดส่วนการถือหุ้นของ IVL เพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 51.8% ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นใน Indovida จะลดลงจาก 100% เหลือ 51.8% ดีลนี้เป็นแบบไม่ใช้เงินสด (cash-neutral) มีมูลค่าประมาณ 62.6 พันล้านรูปีอินเดีย (ประมาณ 23.8 พันลบ.) และคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในประมาณ 12 เดือน โดยขึ้นอยู่กับภาระอนุมัติจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง
- มูลค่า: อยู่ที่ประมาณ 12.5 เท่า ของ EV/EBITDA ซึ่งสูงกว่าระดับที่ IVL เข้าลงทุนใน EPL ครั้งแรกที่ประมาณ 9 เท่า (ในปี 2025) แต่โดยรวมยังสอดคล้องกับบริษัทบรรจุภัณฑ์แบบยืดหยุ่นระดับโลกในกลุ่มเดียวกัน (ประมาณ 12 เท่า)
- การควมรวมกิจการนี้ช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจบรรจุภัณฑ์ปลายน้ำ (downstream) ของ IVL และเพิ่มการมีอยู่ในตลาดอินเดีย พร้อมทั้งขยายทั้งกลุ่มผลิตภัณฑ์และการเข้าถึงตลาดในเชิงภูมิศาสตร์ EPL มุ่งเน้นบรรจุภัณฑ์หลอดลามิเนตสำหรับสินค้าอุปโภคบริโภค (FMCG) และเวชภัณฑ์ ขณะที่ Indovida จะเข้ามาเติมเต็มด้วยบรรจุภัณฑ์ PET ชนิดแข็ง (เช่น ขวด พรีฟอร์ม และฝาปิด) ทำให้เกิดแพลตฟอร์มบรรจุภัณฑ์ที่ครอบคลุมหลายรูปแบบมากยิ่งขึ้น
- ผลกระทบทางการเงิน: เราคาดว่าจะมีการลดลงของกำไรสุทธิเล็กน้อยประมาณ US\$5-10m อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารคาดว่าจะมีการเพิ่มขึ้นของ EBITDA ประมาณ 10% จากการรวมของ EPL และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 1.5 เท่า (จาก 1.8 เท่า) นอกจากนี้ จะมีการรับรู้กำไรพิเศษ (one-off gain) ประมาณ US\$600m ซึ่งส่วนใหญ่จะบันทึกในส่วนของผู้ถือหุ้น (กำไรสะสม) มากกว่าที่จะแสดงในงบกำไรขาดทุน (P&L)

Key Valuations

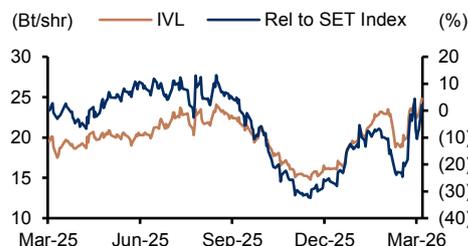
Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	447,246	360,667	360,099	363,717
Net profit	(7,348)	5,635	6,388	5,853
Norm net profit	(3,067)	5,635	6,388	5,853
Norm EPS (Bt)	(0.5)	0.8	1.0	0.9
Norm EPS gr (%)	na	na	16.0	(9.8)
Norm PE (x)	na	29.5	25.4	28.2
EV/EBITDA (x)	10.0	7.4	7.0	6.7
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.1
Div. yield (%)	2.8	2.8	2.8	2.6
ROE (%)	na	4.6	4.9	4.5
Net D/E (%)	174.8	134.7	128.2	122.2

Source: ttb wealth estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	24.80
Target price (Bt)	14.00
Market cap (US\$ m)	4,238
Avg daily turnover (US\$ m)	16.2
12M H/L price (Bt)	24.40/14.80

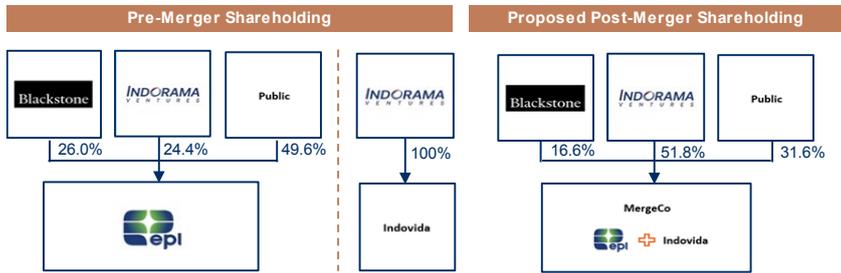
Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

Ex 1: Pre Vs. Post Merger Transaction Structure



Upon the merger of EPL with Indovida, the shareholders of Indovida will be issued 286 equity shares of EPL as consideration for every 10,000 equity shares held in Indovida

Source: Company data

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)