

บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)

3Q20: ฟ้าหลังฝน

กำไรปกติของ IVL ไม่เป็นไปตามคาด โดยปรับตัวลดลง 71% yoy และ 69% qoq มาอยู่ที่ 800 ลบ. อย่างไรก็ตาม เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อกำไรปกติตั้งแต่ 4Q20 เป็นต้นไป และกำไรน่าจะกลับมาฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2021 แม้ราคาหุ้นจะแข็งแกร่งในเดือนที่ผ่านมา แต่ IVL ยังคงทำการซื้อขายที่เพียง P/B 2021F ที่ 1.0 เท่า และ PE 2021F ที่ 11.0 เท่า คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมายที่ 32.00 บาท

3Q20 RESULTS

| Year to 31 Dec (Btm) | 3Q20 | 3Q19 | 2Q20 | yoy % chg | qoq % chg | 9M20 | 9M19 | yoy % chg |
|------------------------|--------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|
| Revenue | 81,019 | 84,478 | 75,010 | (4) | 8 | 248,053 | 275,184 | (10) |
| Core EBITDA | 7,842 | 8,593 | 9,722 | (9) | (19) | 27,067 | 29,616 | (9) |
| Inventory gains/(loss) | 281 | (2,174) | (3,291) | n.a. | n.a. | (6,447) | (6,189) | 4 |
| Reported EBITDA | 8,123 | 6,419 | 6,431 | 27 | 26 | 20,620 | 23,428 | (12) |
| Extraordinary items | (608) | (218) | 830 | 179 | n.a. | 1,852 | 359 | 416 |
| Net income | 380 | 793 | 154 | (52) | 148 | 1,104 | 6,768 | (84) |
| Core profit | 800 | 2,778 | 2,615 | (71) | (69) | 4,977 | 11,648 | (57) |
| EPS (Bt) | 0.07 | 0.14 | 0.01 | (52) | 606 | 0.20 | 1.21 | (84) |

Source: IVL, UOB Kay Hian

RESULTS

- กำไรปกติที่ลดลงจาก EBITDA margin ที่ลดลง IVL รายงานผลกำไรสุทธิใน 3Q20 ที่ 380 ลบ. ซึ่งออกมาต่ำกว่าที่เราคาดไว้ที่ 1,400 ลบ. และตลาดคาดไว้ที่ 3,300 ลบ. หากไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติใน 3Q20 ยังคงลดลง โดยลดลง 71% yoy และ 69% qoq มาอยู่ที่ 800 ลบ. (เทียบกับที่เราคาดไว้ที่ 1,100 ลบ.) จาก EBITDA margin ที่อ่อนแอกว่าคาด (ตามรายงาน results preview ของเราเมื่อวันที่ 10 ต.ค.20) กำไรปกติในช่วง 9M20 ลดลง 57% yoy เป็น 4,900 ลบ. คิดเป็น 62% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปีก่อนหน้าของเราที่ 8,000 ลบ.
- EBITDA margin ลดลง ปริมาณการผลิตสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 3,700,000 ตัน (+10% yoy, +14% qoq) จากส่วนแบ่งกำไรของ Huntsman ที่ IVL เข้าซื้อกิจการมาเมื่อปีที่แล้ว อย่างไรก็ตาม core EBITDA margin ลดลงเป็น US\$68/ตัน (3Q19: US\$84, 2Q20: US\$84) โดยถูกกดดันจากธุรกิจ integrated ethylene glycol (EG) ที่อ่อนแอลง กลุ่มธุรกิจ integrated EG สร้างผลขาดทุนจำนวน 37 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (2Q20: ขาดทุน 3.0 ล้านดอลลาร์สหรัฐ, 3Q19: ขาดทุน 1.0 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ซึ่งสะท้อนจากต้นทุนเอทิลีนที่สูงขึ้น หลังจากที่ธุรกิจ MTBE รายงานผลประกอบการที่น่าผิดหวังมาหลายไตรมาสในที่สุดกลุ่มธุรกิจ MTBE ก็ได้สร้างอัตรากำไรที่เป็นบวก โดยมี EBITDA อยู่ที่ 9.0 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน 3Q20 (2Q20: ศูนย์) เนื่องจากสามารถกลับมาดำเนินการขนส่งสินค้าได้ตามปกติแล้ว ตามการผ่อนคลาย lockdown ในหลายประเทศ (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

| Year to 31 Dec (Btm) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net turnover | 347,171 | 352,692 | 407,217 | 409,554 | 533,427 |
| EBITDA | 43,350 | 25,376 | 28,780 | 44,187 | 51,164 |
| Operating profit | 29,077 | 8,335 | 8,239 | 22,647 | 28,123 |
| Net profit (rep./act.) | 26,465 | 5,252 | 2,287 | 12,945 | 16,447 |
| Net profit (adj.) | 25,488 | 12,002 | 6,187 | 12,945 | 16,447 |
| EPS (Bt) | 4.6 | 2.1 | 1.1 | 2.3 | 2.9 |
| PE (x) | 5.5 | 11.8 | 22.9 | 11.0 | 8.6 |
| P/B (x) | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA (x) | 7.2 | 12.4 | 10.9 | 7.1 | 6.1 |
| Dividend yield (%) | 4.2 | 4.9 | 1.9 | 2.0 | 2.4 |
| Net margin (%) | 7.6 | 1.5 | 0.6 | 3.2 | 3.1 |
| Net debt/(cash) to equity (%) | 90.2 | 104.6 | 118.1 | 111.2 | 106.7 |
| Interest cover (x) | 10.3 | 4.5 | 3.4 | 5.5 | 6.4 |
| ROE (%) | 20.2 | 3.8 | 1.7 | 8.8 | 10.7 |
| Consensus net profit | - | - | 7,205 | 12,067 | 16,848 |
| UOBKH/Consensus (x) | - | - | 0.86 | 1.07 | 0.98 |

Source: IVL, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้มา โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BUY

(Maintained)

| | |
|--------------|---------|
| Share Price | Bt25.25 |
| Target Price | Bt32.00 |
| Upside | +26.7% |

COMPANY DESCRIPTION

Indorama Ventures (IVL) is the world's largest polyethylene terephthalate (PET) producer and one of the world's most advanced producers in the polyester chain industry in terms of both capacity and level of integration.

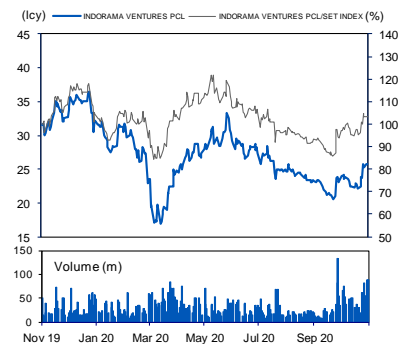
STOCK DATA

| | |
|---------------------------------|-----------|
| GICS sector | Materials |
| Bloomberg ticker: | IVL TB |
| Shares issued (m): | 5,614.6 |
| Market cap (Btm): | 141,767.4 |
| Market cap (US\$m): | 4,637.6 |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 22.5 |

Price Performance (%)

| | | | | |
|---------------------------|-----------------|-------|--------|--------|
| 52-week high/low | Bt36.50/Bt16.90 | | | |
| 1mth | 3mth | 6mth | 1yr | YTD |
| 6.5 | 1.4 | (6.5) | (19.2) | (27.9) |
| Major Shareholders | | | | |
| | | | | % |
| Lohia family | | | | 66.0 |
| Bangkok Bank | | | | 4.8 |
| FY20 NAV/Share (Bt) | | | | 25.63 |
| FY20 Net Debt/Share (Bt) | | | | 30.28 |

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Arsit Pamaranont
+662 659 8317
arsit@uobkayhian.co.th

STOCK IMPACT

- **ผลกระทบจากการปิดซ่อมบำรุงนอกแผน (unplanned shutdown) IVL** ได้ปิดโรงงาน gas cracker ในเมืองเลคชาร์ลส์ รัฐลุยเซียนา หลังจากโรงงานถูกฟ้าผ่า นอกจากนี้ IVL ยังได้ปิดโรงงาน Huntsman ในเท็กซัส ประกอบด้วย โรงงานผลิตสารลดแรงตึงผิว โรงงานเอทิลีนออกไซด์ เอทิลีนไกลคอล (EO/EG) และโรงงาน MTBE เมื่อวันที่ 25 ส.ค.-22 ก.ย.20 หลังเกิดพายุเฮอริเคนลอรา IVL ได้รับรู้ผลขาดทุนจากความเสียหายในสินทรัพย์ที่โรงงาน gas cracker จำนวน 8 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน 3Q20 สำหรับ Huntsman ผู้บริหารประเมินผลกระทบจากการปิดโรงงาน 1 เดือน ที่ประมาณ 35 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (โดยไม่มีผลกระทบกัน) โรงงาน gas cracker จะกลับมาดำเนินงานอีกครั้งในเดือน ม.ค.21
- **คาดฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2021** หลังจากประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ เรายังคงคาดว่ากำไรปกติจะกลับมาฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2021 โดยได้รับแรงหนุนจากความต้องการใช้ PET ที่เพิ่มขึ้น และการดำเนินงานตามปกติของโรงงาน Huntsman โดยเฉพาะ ธุรกิจ MTBE (สัมพันธ์กับความต้องการน้ำมันเบนซิน) หากไม่มีการปิดซ่อมบำรุงนอกแผน (unplanned shutdown) เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นเป็น 109% yoy เป็น 13,000 ลบ.ในปี 2021 โดยได้รับแรงหนุนจาก : 1) ปริมาณการขายที่สูงขึ้น 2) การฟื้นตัวของธุรกิจ MTBE และ 3) การลดต้นทุน
- **มุ่งเน้นไปที่การลดต้นทุน** อีกหนึ่งในปัจจัยหนุนการเติบโตของกำไรจะมาจาก การปรับลดต้นทุน และการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน (ภายใต้โปรแกรม Olympus) ผู้บริหารได้เพิ่มเป้า EBITDA contribution จากโปรแกรมนี้เป็น 582 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2023 (จาก guidance เดิมที่ 352 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในระยะสั้น ผู้บริหารคาดว่าโปรแกรมนี้จะช่วยลดต้นทุนได้ประมาณ 90 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2020

EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับลดการคาดการณ์กำไรสุทธิสำหรับปี 2020 ของเราลง 22% เป็น 6,200 ลบ.(จาก 8,000 ลบ.) ซึ่งสะท้อนจากผลประกอบการ 3Q20 ที่อ่อนแอกว่าคาด

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำซื้อ และราคาเป้าหมายที่ 32.00 บาท** อิง PE 2021F ที่ 14 เท่า หรือ ค่าเฉลี่ย Forward PE ย้อนหลัง 5 ปี แม้ราคาหุ้นจะแข็งแกร่งในเดือนที่ผ่านมา แต่ IVL ยังคงทำการซื้อขายที่เพียง P/B 2021F ที่ 1.0 เท่า และ PE 2021F ที่ 11.0 เท่า เราเชื่อว่า IVL จะเริ่มมีโมเมนตัมกำไรที่เป็นบวกตั้งแต่ 4Q20 เป็นต้นไป

SHARE PRICE CATALYST

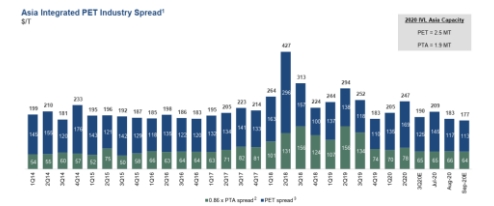
- 4Q20: การฟื้นตัวของธุรกิจ MTBE

3Q20 OPERATING NUMBERS

| | 3Q20 | 3Q19 | 2Q20 | yoy % chg | qoq % chg |
|----------------------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| Production vol ('000 tons) | 3,680 | 3,345 | 3,240 | 10 | 14 |
| core EBITDA/ton | 68 | 84 | 94 | (19) | (27) |

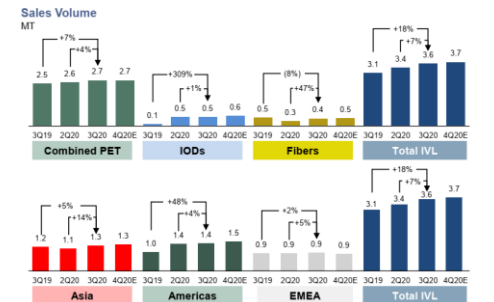
Source: IVL, UOB Kay Hian

ASIA INTEGRATED PET SPREAD



Source: IVL, UOB Kay Hian

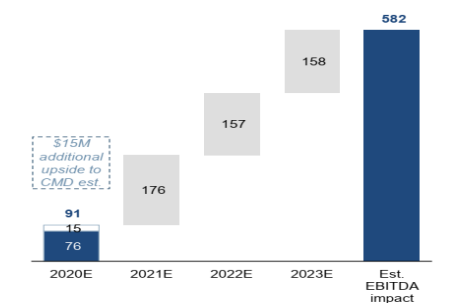
TARGET SALES VOLUME



Source: IVL

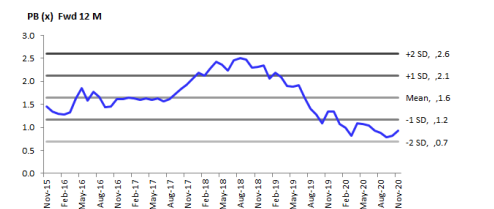
COST REDUCTION TARGET

Estimated EBITDA impact by 2023 (by year) \$M



Source: IVL

IVL: P/B



Source: IVL

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคียวน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน