

## 2Q55 เป็นจุดต่ำสุดของปี...แนวโน้ม 2H55 เห็นการฟื้นตัว

วันพุธที่ 15 สิงหาคม พ.ศ. 2555

▶ **กำไร 2Q55 ตีกว่าคาด...รับรู้เงินประกันน้ำท่วม แต่ธุรกิจหลักย่ำแย่**

IVL ประกาศกำไรสุทธิงวด 2Q55 เท่ากับ 1.23 พันล้านบาท (ดีกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ 797 ล้านบาท) ปรับตัวลดลงถึง 28% qoq ด้วยปัจจัยกดดันจาก 1) **ขาดทุนจากสินค้าคงเหลือ จำนวน 46 ล้านเหรียญสหรัฐ** (เทียบเท่า 1.4 พันล้านบาท) ผลจากการปรับลดลงอย่างมีนัยยะ ของราคาผลิตภัณฑ์ของ IVL ทั้ง PTA และ PET และ 2) **ค่าใช้จ่ายทางการเงินที่ปรับตัวสูงขึ้น 50% qoq หรือเท่ากับ 1 พันล้านบาท** ผลจากบริษัท กู้ยืมเงินเพื่อเข้าซื้อกิจการ Old World Industries แต่ยังไม่น่ากังวลมากนัก เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินสุทธิ/ทุนอยู่ที่ระดับ 1.1 เท่า และกำไรจากการดำเนินงานที่ปรับตัวสูงขึ้น สามารถครอบคลุมภาระดอกเบี้ยได้ทั้งหมด สุทธอนได้จากความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่ยังสูงราว 3.8 เท่า อย่างไรก็ตาม แม้ว่าในงวดนี้ บริษัทฯ จะมีปัจจัยบวกจาก 1) **กำไรจากการดำเนินงานหลัก (Core EBITDA) ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 71% qoq** เป็นผลจากปริมาณขายรวมที่ปรับตัวสูงขึ้น 13% qoq ขึ้นสู่ระดับ 1.35 ล้านตัน จากกำลังการผลิตของบริษัท Old World Industries เริ่มรับรู้เข้ามาเป็นครั้งแรก ผสมกับโรงงานผลิตเม็ดพลาสติก PET จ.ลพบุรี เริ่มกลับมาเดินเครื่องอีกครั้งในเดือน พ.ค.55 เช่นเดียวกับโรงงานอื่นๆ ที่เริ่มใช้อัตราการผลิตสูงขึ้นจากงวดก่อนหน้า และ 2) **รายได้พิเศษจากเงินประกันชดเชยน้ำท่วม จำนวน 1.24 พันล้านบาท** สำหรับโรงงาน PET จ.ลพบุรี แต่โดยรวมแล้วปัจจัยกดดันที่มีน้ำหนักมากกว่า จึงทำให้กำไรสุทธิของ IVL ใน 2Q55 ชะลอตัวจากงวด 1Q55

▶ **ผ่านช่วงเลวร้ายไปแล้ว...แนวโน้ม 2H55 จะเริ่มเห็นการฟื้นตัว**

กำไรสุทธิใน 1H55 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 24% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 จึงทำให้ฝ่ายวิจัยมีความเป็นไปได้ที่จะปรับลดประมาณการอีกครั้ง ภายหลังจากการประชุม Analyst Meeting ในวันที่ 23 ส.ค.55 แต่โดยรวมแล้ว แนวโน้มกำไรสุทธิ 2H55 คาดว่ายังคงสูงขึ้นเมื่อเทียบกับงวด 1H55 โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก 1) **ปริมาณขายรวมใน 2H55 เพิ่มขึ้น 18% จาก 1H55** จากกำลังการผลิตใหม่ๆ ที่เริ่มทยอยรับรู้ ดังแสดงในหน้าถัดไป ผสมกับโรงงาน PET จ.ลพบุรี และโรงงานอื่นๆ ที่เริ่มใช้อัตราการผลิตสูงขึ้น 2) **ทิศทาง Polyester Spread ที่ทยอยฟื้นตัวต่อเนื่อง แต่เป็นลักษณะค่อยเป็นค่อยไป** เนื่องจาก PTA Spread ในภูมิภาคเอเชียยังคงได้รับปัจจัยกดดันจากกำลังการผลิตใหม่ๆ ที่ทยอยเข้าต่อเนื่อง และ 3) **คาดมีกำไรจากสินค้าคงเหลือใน 2H55 (1H55 ขาดทุน 1 พันล้านบาท)** ซึ่งเห็นได้จากแนวโน้มราคาขายผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของ IVL ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามทิศทางราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก โดยราคา PET ล่าสุดปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.5% จากสิ้นงวด 2Q55 เช่นเดียวกับราคา PTA ล่าสุดฟื้นตัวเล็กน้อย 2.7% จากสิ้นงวด 2Q55

▶ **เชื่อบริษัทจะเริ่มเห็นการฟื้นตัวใน 2H55 ตามทิศทางผลการดำเนินงาน**

ฝ่ายวิจัยคาดว่าราคาหุ้นของ IVL จะเริ่มเห็นการฟื้นตัวใน 2H55 ตามทิศทางกำไรสุทธิที่ปรับตัวสูงขึ้น จึงยังคงคำแนะนำซื้อ กำหนดให้มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 เท่ากับ 37 บาท อีกทั้ง IVL ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับ 1H55 ที่ระดับ 0.18 บาท/หุ้น คิดเป็น Div yield ราว 0.6% สำหรับงวดครึ่งปี โดยขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 27 ส.ค.55 และจ่ายเงินปันผลในวันที่ 6 ก.ย.55

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	4,824	10,413	15,568	12,087	17,035
Norm Profit	4,256	8,672	10,154	11,400	17,035
EPS (บาท)	1.44	2.40	3.23	2.51	3.54
BVS (บาท)	6.70	7.44	12.21	13.70	16.48
PER (เท่า)	22.6	13.5	10.1	12.9	9.2
PBV (เท่า)	4.8	4.4	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA (เท่า)	13.1	12.5	13.7	10.2	7.3
DPS (บาท)	0.33	0.66	1.00	0.75	1.06
Div yield	1.0%	2.0%	3.1%	2.3%	3.3%
ROAE	24.0%	38.1%	34.2%	19.4%	23.4%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปิด: 32.50 บาท

Fair Value : 37 บาท

มูลค่าตลาด : 156,463 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus			
EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	2.51	2.50	0%
2556F	3.54	3.10	14%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

ธิปวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 034124

 thiptawat@asiaplus.co.th

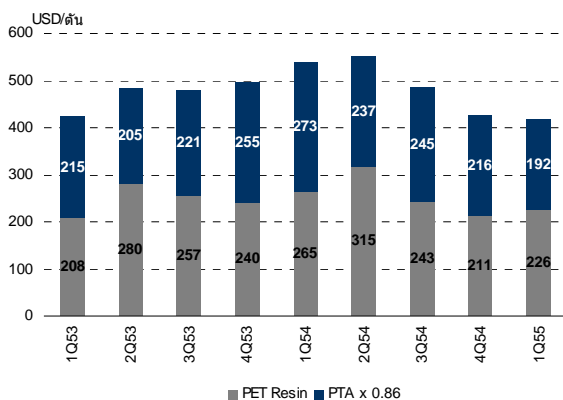
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้นนำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่พ่วงกรณีใด

## ผลการดำเนินงาน 2Q55 ของ IVL

Bm	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H55	1H54	%YoY
รายได้จากการขาย	25,119	40,553	51,300	50,909	43,334	52,551	54,495	3.7%	6.2%	107,046	91,853	16.5%
กำไรขั้นต้น	4,535	7,163	5,315	5,582	2,281	4,278	4,205	-1.7%	-20.9%	8,483	12,478	-32.0%
SG&A	(1,539)	(1,795)	(2,602)	(2,318)	(2,986)	(2,828)	(3,216)	13.7%	23.6%	(6,045)	(4,397)	37.5%
กำไรจากการดำเนินงาน	2,997	5,367	2,713	3,265	(705)	1,449	989	-31.8%	-63.6%	2,438	8,080	-69.8%
ดอกเบี้ยจ่าย	(364)	(436)	(649)	(645)	(640)	(664)	(999)	50.4%	53.9%	(1,662)	(1,085)	53.2%
FX & X Item	1,336	6,266	67	959	(564)	772	(237)	-130.8%	-452.3%	534	6,334	-91.6%
กำไรสุทธิ	3,861	11,057	2,367	3,602	(1,458)	1,691	1,226	-27.5%	-48.2%	2,917	13,424	-78.3%
EPS (บาท)	0.89	2.30	0.49	0.75	(0.30)	0.35	0.25	-27.5%	-48.2%	0.61	2.79	-78.3%
Inv. Gain (loss)	1,075	1,764	(1,026)	540	(1,112)	432	(1,431)	-431.2%	39.4%	(999)	738	-235.4%
Core EBITDA	3,089	4,786	5,586	4,126	2,009	2,620	4,475	70.8%	-19.9%	7,095	10,372	-31.6%
Consolidated EBITDA	4,164	6,550	4,559	4,666	898	3,052	3,044	-0.2%	-33.2%	6,096	11,109	-45.1%

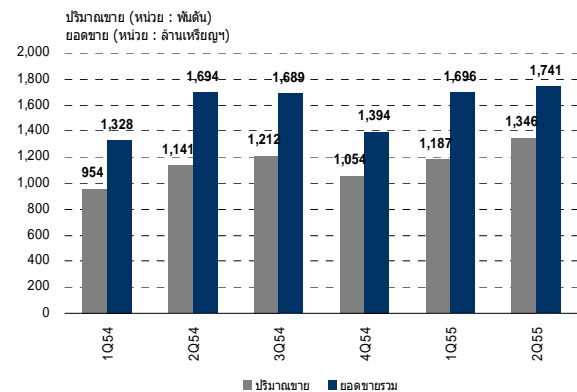
ที่มา : IVL

## Integrated PTA/PET Spreads เฉลี่ยทั่วโลก



ที่มา : IVL

## ปริมาณขาย และยอดขายรวมของ IVL รายไตรมาส



ที่มา : IVL

## กำลังการผลิตใหม่ที่จะเริ่มรับรู้นปี 2555

ที่ตั้งโรงงาน	ลักษณะผลิตภัณฑ์	กำลังการผลิต	
Old World	อเมริกาเหนือ	Glycol	6.32 แสนตัน/ปี
IRP-Rotterdam	ยุโรป	PET	0.31 แสนตัน/ปี
Polypet	อินโดนีเซีย	PET	1.01 แสนตัน/ปี
Nigeria-Greenfield	แอฟริกา	PET	0.84 แสนตัน/ปี
Fibervision	อเมริกาเหนือ	เส้นใยโพลีเอสเตอร์	2.21 แสนตัน/ปี
Polyprima	อินโดนีเซีย	PTA	5.00 แสนตัน/ปี
TPT-Debottl.	ไทย	PTA	0.11 แสนตัน/ปี
China-Exp.	จีน	PET	1.16 แสนตัน/ปี
IPI-BICO/CP	ไทย	เส้นใยโพลีเอสเตอร์	0.21 แสนตัน/ปี
<b>รวม</b>			<b>1.72 ล้านตัน/ปี</b>

ที่มา : IVL

## เปรียบเทียบหุ้นในกลุ่มปิโตรเคมีในไทย และภูมิภาค

Company	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2555F	2556F	2555F	2556F
TOP	BUY	68.00	70.16	3	1.44	1.36	15.74	11.73
PTTGC	BUY	65.75	65.45	(0)	1.31	1.21	10.90	10.73
IRPC	BUY	3.80	4.40	16	0.90	0.83	57.68	9.75
<b>IVL</b>	<b>BUY</b>	<b>32.50</b>	<b>37.00</b>	<b>14</b>	<b>2.37</b>	<b>1.97</b>	<b>12.94</b>	<b>9.18</b>
BCP	HOLD	22.90	24.01	5	1.01	0.95	10.33	8.07
HONAM PETROCHEM	4.27	253,000.00	293,071.44	16	1.34	1.18	14.64	9.40
MITSUI CHEMICALS	3.63	183.00	242.86	33	0.50	0.48	21.34	8.37
PCHEM	3.58	6.60	6.99	6	2.40	2.20	13.41	12.24
HINDUSTAN PETROLEUM	3.57	322.05	352.72	9.52	0.78	0.73	8.28	7.26
RELIANCE INDUSTRIES	3.50	790.80	788.27	(0)	1.35	1.23	12.64	11.75
NEW ZEAL REFINING	3.50	2.35	3.44	46	1.17	1.15	25.27	13.13
PETRONAS DAGANGA	3.17	22.06	20.11	-8.85	3.93	3.69	21.97	20.39
FORMOSA PLASTIC	3.14	85.40	78.55	(8)	2.21	2.14	20.75	15.03
FORMOSA CHEM & FIBRE	2.78	81.70	75.59	-7	1.89	1.83	21.82	14.38
NAN YA PLASTICS	2.38	60.30	53.35	(12)	1.78	1.73	28.91	16.93
FORMOSA PETROCHEM	2.09	89.00	71.45	(20)	3.97	3.77	49.53	24.20

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ IVL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	96,858	186,096	226,493	253,904	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
ต้นทุนขาย	(82,066)	(165,754)	(198,027)	(215,502)	กำไรสุทธิ (ก่อนหักผู้ถือหุ้นส่วนน้อย)	10,973	15,429	12,287	17,235
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>14,792</b>	<b>20,342</b>	<b>28,466</b>	<b>38,402</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(5,711)	(9,701)	(12,318)	(15,018)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	3,399	4,554	6,020	6,716
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,303)	(2,370)	(3,594)	(4,046)	ส่วนเปลี่ยนแปลงจากเงินหมุนเวียน	(2,415)	(6,901)	2,787	(3,046)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	(1,645)	-	-	อื่นๆ	(1,573)	(4,393)	1,218	(160)
รายได้อื่น	157	812	200	200	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>10,383</b>	<b>8,689</b>	<b>22,312</b>	<b>20,745</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	9,010	8,104	12,609	19,365	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
ภาษีเงินได้	(488)	(742)	(1,009)	(2,130)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	8,522	7,362	11,600	17,235	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	1,178	306	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(5,912)	(29,218)	(9,525)	(11,400)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(560)	139	(200)	(200)	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(5,912)</b>	<b>(29,218)</b>	<b>(9,525)</b>	<b>(11,400)</b>
รายการพิเศษอื่น ๆ	563	6,753	687	-	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>10,413</b>	<b>15,568</b>	<b>12,087</b>	<b>17,035</b>	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(6,535)	26,364	11,999	12,575
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,825	17,224	56	-
การเติบโตของยอดขาย	21.1%	92.1%	21.7%	12.1%	อื่นๆ	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ	115.9%	49.5%	-22.4%	40.9%	ลด จ่ายปันผล	(1,489)	(5,630)	(4,814)	(3,626)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	15.3%	10.9%	12.6%	15.1%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(4,200)</b>	<b>37,958</b>	<b>7,240</b>	<b>8,949</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	10.8%	8.4%	5.3%	6.7%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	<b>271</b>	<b>17,429</b>	<b>20,027</b>	<b>18,295</b>
<b>งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)</b>					<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	50,909	43,334	52,551	54,495	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,483	12,018	3,558	21,583
ต้นทุนขาย	(45,327)	(41,052)	(48,273)	(50,289)	ลูกหนี้การค้า	11,771	24,509	25,166	28,212
กำไรขั้นต้น	5,582	2,281	4,278	4,205	สินค้าคงเหลือ	11,384	21,422	26,668	28,998
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(2,318)	(2,986)	(2,828)	(3,216)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	965	4,133	1,168	1,284
ดอกเบี้ยจ่าย	(645)	(640)	(664)	(999)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	48,820	66,825	85,087	90,041
รายได้อื่น	116	84	87	341	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>77,941</b>	<b>145,826</b>	<b>168,852</b>	<b>197,362</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,876	(2,512)	1,198	1,779					
ภาษีเงินได้	(186)	(61)	(124)	(153)	เงินกู้ระยะสั้น	5,365	13,677	10,737	10,375
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,690	(2,573)	1,073	1,626	เจ้าหนี้การค้า	10,858	17,978	26,668	28,998
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	30	201	163	53	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,612	4,214	1,951	2,146
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(17)	235	9	(110)	เงินกู้ระยะยาว	20,710	41,171	49,366	59,425
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	554	687	-	หนี้สินไม่หมุนเวียน	21,661	43,848	50,082	60,141
กำไรสุทธิ	3,602	(1,458)	1,691	1,226	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>45,699</b>	<b>87,049</b>	<b>102,910</b>	<b>118,011</b>
					ทุนที่ชำระแล้ว	4,334	4,814	4,814	4,814
การเติบโตของยอดขาย (%) qoq	-0.8%	-14.9%	21.3%	3.7%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	13,031	29,775	29,830	29,830
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	52.2%	-140.5%	-216.0%	-27.5%	กำไรสะสม	19,354	29,221	35,772	49,181
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	11.0%	5.3%	8.1%	7.7%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>32,242</b>	<b>58,777</b>	<b>65,942</b>	<b>79,351</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	7.1%	-3.4%	3.2%	2.2%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>77,941</b>	<b>145,826</b>	<b>168,852</b>	<b>197,362</b>
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.09	1.57	1.08	1.39	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	31.57	30.37	30.00	30.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	50.19	50.19	50.00	50.00	ส่วนต่างราคา PTA (เหรียญ\$/ตัน)	224	243	179	179
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	44.84	44.84	40.00	40.00	ส่วนต่างราคา PET เฉลี่ย (เหรียญ\$/ตัน)	246	259	207	206
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	53.92	53.92	50.00	50.00	ส่วนต่างราคา Polyester (เหรียญ\$/ตัน)	587	565	544	544
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.99	1.04	1.11	1.08	ปริมาณการผลิต PET (พันตัน/ปี)	1,279	2,491	3,415	3,745
ROAA	13.7%	13.9%	7.7%	9.3%	ปริมาณการผลิต PTA (พันตัน/ปี)	1,609	1,724	1,902	2,022
ROAE	38.1%	34.2%	19.4%	23.4%	ปริมาณการผลิต Polyester (พันตัน/ปี)	253	551	785	912

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP