

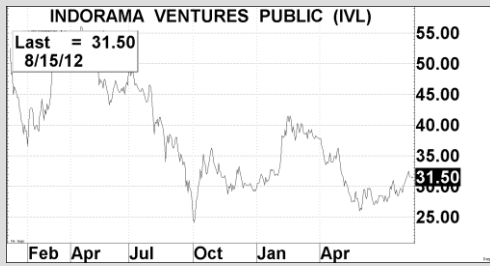


IVL

(Indorama Ventures PCL.)

Sector: Petrochemicals and Chemicals

เบญจพล สุทธิวิณิช research@kks.co.th



Source: Reuters

Business Description

ประกอบธุรกิจด้านการลงทุนโดยการถือหุ้นในบริษัทต่าง ๆ (Holding Company) ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ที่ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีแบบครบวงจร ได้แก่ PET (Polyethylene Terephthalate) เส้นใยและเส้นด้าย โพลีเอสเตอร์ (Polyester Fiber and Yarn) PTA (Purified Terephthalic Acid) และเส้นใยจากขนสัตว์

Stock Information

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	15,191.15
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	14,901.15
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	10.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	25.23
P/BV (X)	2.59
Book Value (บาท)	12.72
Market Cap. (ล้านบาท)	156,463
Free Float (%)	33.56
SAA Consensus (บาท)	39.48

Sector Information

P/E (X)	10.23
P/BV (X)	1.75

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ซื้อเก็งกำไร
Fair Value (Bt)	36.00
Closed Price (Bt)	31.50
Upside Gain	14.29%
Dividend Yield 55F	1.43%
CGR 2011	

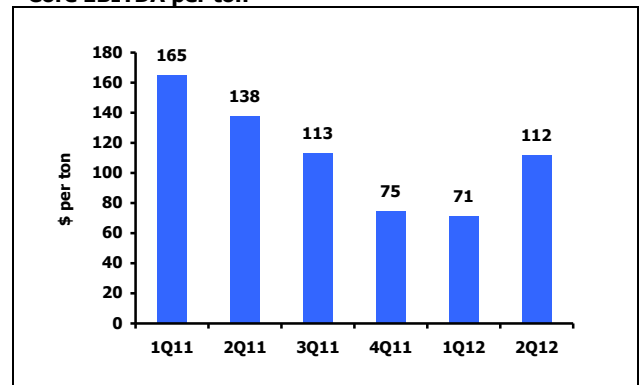
เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ลงจากเดิม 50 % เป็น 7,175 ล้านบาท ลดลง 54% yoy เพื่อสะท้อนส่วนต่างราคา PTA ใน 1H55 ที่ต่ำกว่าคาด แต่ประเมินว่า รายได้จากโครงการ Old World แข็งแกร่งเพียงพอชดเชยการอ่อนตัวลดลงของรายได้จากกลุ่มธุรกิจ PTA รวมทั้ง Demand จากกลุ่มทวีปยุโรปที่ชะลอตัว เป็นปัจจัยหนุนกำไรสุทธิ 2 H55 ให้มีแนวโน้มที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคงมีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจจากกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นกดดันการฟื้นตัวของ Spread Margin โดยเฉพาะ PTA ในตลาดเอเชียซึ่งได้รับแรงกดดันจากกำลังการผลิต PTA ใหม่ของจีน เราจึงแนะนำเพียง "ซื้อเก็งกำไร" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 36 บาท

ปรับลดกำไรสุทธิปี 55 ลง สะท้อน Spread PTA ที่ต่ำกว่าประมาณการ

เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ลงจากเดิม 50% เหลือ 7,175 ล้านบาท ลดลง 53.9% yoy เพื่อเป็นการสะท้อน Spread PTA ใน 1H55 ที่ต่ำกว่าคาด หลัง Demand ในภูมิภาคชะลอตัว และมีกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมา แม้เราเชื่อว่าระยะสั้นจะเห็น Spread PTA ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป 3Q55 หลังจีนประกาศเลื่อนแผนการเริ่มดำเนินการผลิต แต่การฟื้นตัวยังถูกจำกัดจากกำลังการผลิตที่คาดว่าจะเริ่มทยอยเข้าในปลาย 4 Q55 อีก 2 ล้านตัน และในปี 2556 อีก 8 ล้านตัน

อย่างไรก็ตามเรายังคงเชื่อว่ากำไรจากการดำเนินงาน 2 H55 ฟื้นตัว โดยเฉพาะผลประกอบการของ Old World จะเป็นปัจจัยผลักดันการเติบโตของผลประกอบการ และลดผลกระทบที่เกิดจาก Spread PTA ซึ่งอยู่ในระดับต่ำ รวมทั้งบริษัทจะมีรายได้พิเศษจากเงินประกัน กรณีน้ำท่วมโรงงานลพบุรี

Core EBITDA per ton



Source: IVL



รายได้จาก Old World จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของกำไรสุทธิ 2H55

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อผลประกอบการ 2H55 ปัจจัยบวกมาจาก

(1) การรับรู้รายได้จาก Old World ซึ่งมีความได้เปรียบทางจากต้นทุนการผลิตที่ต่ำ ทำให้ Spread MEG อยู่ในระดับสูงกว่าเมื่อเทียบกับตลาดเอเชีย

(2) อัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งโรงงาน PTA ใน จ.ลพบุรี ที่จะเริ่มกลับมาเดินเครื่องเต็มกำลังการผลิต

(3) ราคาผลิตภัณฑ์ที่เริ่มทยอยปรับตัวเพิ่มขึ้น ลดความเสี่ยงในการรับรู้ Stock Loss เหมือน 2Q55 ที่ผ่านมา และ

(4) ส่วนต่างราคา PTA ที่เราเชื่อว่าผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q55 ที่ผ่านมา แม้การฟื้นตัวจะยังถูกจำกัดจากอุปทานใหม่ที่เพิ่มขึ้นก็ตาม

แนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ 36 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมใหม่ของ IVL หลังปรับประมาณการไว้ที่ 36 บาท (ราคาเหมาะสมเดิม 46 บาท) แม้ยังมี Upside Gain มากถึง 11% แต่ระยะสั้นอุตสาหกรรมยังมีความเสี่ยงจากกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้น แต่การฟื้นตัวของกำไรสุทธิ 2H55 ยังทำให้ IVL มีความน่าสนใจในการลงทุน



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	96,858	186,096	213,541	238,589
Costs of Sales	82,066	165,754	196,506	216,719
Gross profit	14,792	20,342	17,036	21,870
SG&A	5,821	9,829	11,278	13,838
EBIT	8,970	10,513	5,758	8,032
Depre. & amort'n	3,399	4,554	4,864	4,832
EBITDA	12,369	15,067	10,622	12,864
Interest expense	1,303	2,370	2,085	1,909
Other income	164	1,299	1,495	1,670
Pre-tax profit (loss)	9,720	10,757	6,574	9,298
Corporate Tax	488	742	349	357
After-tax profit	9,232	10,015	6,225	8,940
Extraordinary Items	563	5,108	1,037	0
Minority interest	560	-139	86	124
Net profit	10,413	15,568	7,175	8,816
Norm. net profit	8,672	10,154	6,139	8,816

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	2,024	17,707	20,966	20,638
Current Assets	26,144	67,770	71,751	76,565
Fixed Assets	51,860	78,056	75,706	73,374
Total Assets	78,005	145,826	147,458	149,939
S/T loan	5,365	13,677	0	0
Current Portion of Debt	5,976	6,462	6,462	6,462
Current Liabilities	24,079	43,201	32,289	34,422
LT Debt	20,864	41,211	51,308	44,867
Total Liabilities	45,600	87,049	86,233	81,927
Paid-up Capital	4,334	4,814	4,814	4,814
Retained Earnings	18,910	27,895	31,101	37,765
Total Equity	32,405	58,777	61,224	68,012

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	10,413	15,568	7,175	8,816
Depre./Amortization	3,399	4,554	4,864	4,832
Change in work's cap	-2,578	-7,678	2,043	-3,008
Other non-cash items	-851	-3,755	86	124
Operating Cash Flow	10,383	8,689	14,169	10,765
CAPEX	-2,418	-29,267	-2,515	-2,500
Free cash flows	7,965	-20,578	11,654	8,265
New shares issued	0	0	0	0
Net financing cash flows	-4,200	37,958	-8,394	-8,593
Net cash flows	271	10,509	3,259	-328

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	15.27	10.93	7.98	9.17
EBITDA Margin	12.77	8.10	4.97	5.39
EBIT Margin	9.26	5.65	2.70	3.37
ROE	32.14	26.49	11.72	12.96
ROA	13.35	10.68	4.87	5.88
ROCE	19.55	15.57	6.38	7.81

Cash Cycle (Days)				
Collection Days	43.75	47.41	40.00	40.00
Inventory Days	49.94	46.53	42.00	42.00
Payment Days	40.36	34.78	38.00	38.00
Net Cash Cycle Days	53.33	59.16	44.00	44.00

Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	1.09	1.57	2.22	2.22
Quick Ratio	0.61	1.07	1.51	1.49

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	1.41	1.48	1.41	1.20
Int.-bearing Debt/Equity	0.99	1.04	0.94	0.75
Interest Coverage	6.88	4.44	2.76	4.21
Debt Service Coverage	1.70	1.71	1.24	1.54

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	21.08	92.13	14.75	11.73
EBITDA Growth	19.34	21.81	-29.50	21.11
Normalized Profit Growth	103.74	17.08	-39.54	43.62
Net Profit Growth	115.86	49.50	-53.91	22.87
EPS Growth	66.92	34.59	-53.91	22.87

Per/Share Data (Bt)				
EPS	2.40	3.23	1.49	1.83
DPS	0.66	1.00	0.45	0.55
BV	7.48	12.21	12.72	14.13
EV	28.12	35.68	35.51	34.62

Multiplier (x)				
PE	13.11	9.74	21.13	17.20
P/BV	4.21	2.58	2.48	2.23
EV/EBITDA	9.85	11.40	16.10	12.96
Dividend yield (%)	2.10	3.17	1.43	1.75

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ

สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233 Email: customerservices@kks.co.th	สาขาระยอง 125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย) ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000 โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490 Email: rayong@kks.co.th	สาขาพิษณุโลก 169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455 Email: pitsanulok@kks.co.th
สาขาอโคก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโคก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110 โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995 Email: asoke@kks.co.th	สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม) ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000 โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634 Email: ngamwongwan@kks.co.th	สาขาบางนา 1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีดีบางนา บางนา-ตราด กม.3 แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260 โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467 Email: bangna@kks.co.th
สาขาเชียงใหม่ 33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300 โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760 โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765 Email: chiangmai@kks.co.th	สาขาสมุทรสาคร 1400 / 98-101 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000 โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5 โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255 Email: smutsakom@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515 Email: haadyai@kks.co.th
สาขาขอนแก่น 9/2 ถนนประชาสโมสร ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721 Email: khonkaen@kks.co.th	สาขาชลบุรี 7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130 โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794 Email: chonburi@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch) 20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841 Email: haadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน		การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์		
คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์		รายละเอียด	มี	ไม่มี
ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป	1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%	2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป	3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น			

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้ เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคคร่าวๆ นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือ นำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance			
ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมีได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
▲▲▲▲▲	90 – 100	ดีเลิศ	
▲▲▲▲	80 – 89	ดีมาก	
▲▲▲	70 – 79	ดี	
▲▲	60 – 69	ดีพอใช้	
▲	50 – 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน		นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค	
ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th	อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชากรกุล	Apisit_l@kks.co.th
วิชชุตา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th	ณาติส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th	ส่วนสนับสนุนข้อมูล	
เบญจพล สุทธิวนิช	benjapho_l@kks.co.th	สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th	อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ดิษรณพ วัฒนเวดิน	dithanop_v@kks.co.th	ปรียานุช ฉายานูเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th
		RESEARCH CALL CENTER	02 680 2111