

Corporate Governance

 CG Report (2009) **N.A.**

Key Information

close price (Bt)	27.25
target price yr 2011 (Bt)	30.00
upside (%)	10%
issued shares (m)	4,334
market cap (Btm)	118,109

Major Shareholders

บริษัท อินโดรามา ริซอลเซส จำกัด	70.9%
ธนาคาร กรุงเทพ	4.8%
INDORAMA SYNTHETICS (INDIA) LTD	3.0%
CITIBANK Nominees Singapore	1.4%
บริษัท อินโดรามา ริซอลเซส จำกัด	1.1%
Mr.Kamlesh Chandumal Daswani	1.0%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	0.9%
กองทุนเปิด เค ทุนระยะยาว	0.6%
กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ โดย บลจ.กสิกรไทย	0.5%

Source: SET

IVL เป็นผู้ผลิตรายใหญ่ในธุรกิจปิโตรเคมีแบบครบวงจรของโพลีเอสเตอร์ โดยมีธุรกิจหลัก 3 ประเภทคือ 1) ธุรกิจ PET กำลังผลิต 1.7 ล้านตัน/ปี จัดเป็นอันดับ 2 ของโลก 2) ธุรกิจเส้นใยและเส้นด้ายจากโพลีเอสเตอร์ และชนลัตว์ (Polyester Fiber&Yam) กำลังผลิตรวม 0.2 ล้านตัน/ปี และ 3) วัตถุดิบชั้นกลาง PTA ซึ่งเป็นธุรกิจสนับสนุนธุรกิจ PET และ Fiber กำลังผลิต PTA เท่ากับ 1.8 ล้านตัน บริษัทมีโรงงาน 11 แห่ง ตั้งอยู่ในทวีปอเมริกา ยุโรป เอเชีย และแอฟริกา

Contributors

Mukda Hommaung
0 2207 0038 ext 417
mukdaho@unitedsec.com

INDORAMA VENTURES PLC. : IVL

BUY : Target Price (Bt) 30.00

คาดหวังผลสำเร็จในการซื้อโรงงานใหม่ ซึ่งจะได้ข้อสรุปภายในสิ้นปี 53

- การซื้อโรงงานผลิต PET 1 แห่งในจีนคาดว่าจะได้ข้อสรุปในสิ้นปีนี้ ซึ่งถือเป็นข่าวดีต่อ IVL
- กำไร 2H53 สดใส+คาดกำไรปี 54 เด็บโต +33%YoY และให้ราคาเป้าหมายปี 54 ที่ 30 บาท
- กำไรปกติ 3Q53 คาดว่าเพิ่มขึ้น +1% QoQ จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก
- แนะนำ "ซื้อ" โดยคาดหวังความสำเร็จในการซื้อกิจการใหม่บวกกับกำไร 3Q53 ยังดี

Investment Theme :

เหตุการณ์ : IVL เป็นผู้ผลิตเม็ดพลาสติก PET รายใหญ่อันดับ 2 ของโลก ปัจจุบันมีโรงงานผลิต PET/PTA/Fiber รวม 11 แห่ง ตั้งอยู่ในทวีปอเมริกา ยุโรป เอเชีย แอฟริกา กำลังผลิตรวม 3.7 ล้านตัน/ปี

- กำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น ช่วยหนุนกำไรปี 54-55 จากแผนลงทุนปัจจุบันคือ 1) โครงการผลิต PET ขนาด 7.5 หมื่นตัน/ปี ที่ Port Harcourt ประเทศไนจีเรีย ในแอฟริกา ซึ่งเป็นตลาดที่มีความต้องการสูงและภาวะการแข่งขันน้อย โครงการดังกล่าวจะเริ่มผลิตใน 3Q54 และ 2) โครงการเพิ่มกำลังผลิต PET อีก 1.9 แสนตัน/ปี เป็น 3.9 แสนตัน/ปี ที่โรงงาน Rotterdam โครงการนี้จะเริ่มผลิตได้ใน 1Q55 ผลประโยชน์ที่ได้รับคือ 1) ช่วยเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในยุโรปและเพิ่มการใช้ PTA ภายในกลุ่มจนเต็มปริมาณผลิต 3.5 แสนตัน/ปี และ 2) ลดต้นทุนผลิตจากการใช้บริการสาธารณูปโภคของบริษัทในกลุ่ม (IVL เพิ่งซื้อกิจการสาธารณูปโภคที่ตั้งอยู่ในบริเวณเดียวกับโรงงานของบริษัท) รวมทั้งต้นทุนผลิตที่ลดลงจากการประหยัดต่อขนาดด้วย ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรปี 54-55 เพิ่มขึ้น
- **คาดกำไรปกติ 3Q53 เพิ่มขึ้น** เป็น 1,356 ล้านบาท (+1%QoQ จาก 2Q53 ที่ 1,338 ล้านบาท) สาเหตุหลักคาดว่ามาจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากโรงงานผลิต PTA ไม่มีหยุดซ่อมเหมือนใน 2Q53 และโรงงานอัลฟาเพ็ท (AlphaPet) ในสหรัฐที่เพิ่งเริ่มสายการผลิต PET ที่ 2 ในเดือน มิ.ย.53 จะมีอัตราใช้กำลังผลิตเต็มที่ เพิ่มขึ้นจาก 70% ใน 2Q53 ขณะที่กำไรสุทธิ 3Q53 คาดว่าอยู่ที่ 1,734 ล้านบาท (รวมกำไร FX ที่ 378 ล้านบาท) ลดลง -17%QoQ เพราะไม่กำไรพิเศษเหมือนใน 2Q53 ที่มีกำไรจากการต่อรองราคาซื้อ(negative goodwill) สูงถึง 563 ล้านบาทและกำไร FX 188 ล้านบาท
- **กำไรในขนาดเติบโตต่อเนื่อง** จากแผนซื้อกิจการ 6 แห่งใน 3 ทวีปคือ อเมริกาเหนือ ยุโรป และเอเชีย โดยตั้งงบลงทุนไว้ที่ 2 พันล้านเหรียญสหรัฐในช่วงปี 54-57 ซึ่งเราคาดว่า IVL จะประสบความสำเร็จและได้ข้อสรุปการเจรจาซื้อโรงงานผลิต PET ในจีน 1 แห่งภายในสิ้นปีนี้ กำลังผลิตราว 2 แสนตัน/ปี ส่วนโรงงานในยุโรป กำลังผลิต PET ต่ำกว่า 2 แสนตัน/ปีและโรงงานในสหรัฐ ซึ่งมีทั้งสายการผลิต PET&PTA ขนาด 8 และ 6 แสนตัน/ปี ตามลำดับ ซึ่งคาดว่าจะได้ข้อสรุปใน 1Q54
- **จุดเด่นของบริษัท** คือ 1) IVL อยู่ในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสินค้าอุปโภคบริโภค (consumer non-durable product) ซึ่งมีอัตราเติบโตสม่ำเสมอและไม่ค่อยผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ 2) กำไรปี 53-57 เด็บโตต่อเนื่องจากการเข้าซื้อกิจการ และ 3) มีสายการผลิต Polyester Chain แบบครบวงจร ได้แก่ วัตถุดิบชั้นกลาง PTA เส้นใย (Fiber) และเม็ดพลาสติก PET อีกทั้งโรงงานผลิตตั้งอยู่ในตลาดหลักทั่วโลก ทำให้ IVL มีความได้เปรียบในการแข่งขัน จากต้นทุนผลิตและขนส่งที่ต่ำ ทำให้สามารถรักษา margin ไว้คงเดิม

ผลกระทบ :

- คาดกำไรปี 53-54 อยู่ที่ 6,512 - 8,650 ล้านบาท กำไรต่อหุ้น 1.50-2.00 บาท (+35%,+33%YoY) ตามกำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น และให้ราคาเป้าหมายปี 54 ที่ 30 บาท (โดยอิงค่า P/E ปี 54 ที่ 15x)
- คาดจ่ายปันผลปี 53-54 ที่ 0.45 - 0.60 บาท/หุ้น (คิดจาก payout ratio ที่ 30%)
- ในการประเมินเบื้องต้น พบว่า หากบริษัทซื้อโรงงานใหม่ กำลังผลิต PET/PTA ขนาด 1 แสนตัน/ปี จะช่วยเพิ่มกำไรประมาณ 200 ล้านบาท และจะเพิ่มเป็น 2,000 ล้านบาท หรือ 0.46 บาท/หุ้นเมื่อกำลังผลิตเพิ่มขึ้น 1 ล้านตัน/ปี ทำให้มูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นอีก 7 บาท/หุ้น เป็น 37 บาท(รวมโรงงานใหม่)

คำแนะนำ : "ซื้อ" และราคาเป้าหมายปี 54 ที่ 30 บาท (ยังไม่รวมโรงงานใหม่) โดยราคาหุ้นที่ปรับลดลงถือเป็นโอกาสที่ดีในการลงทุนหุ้น IVL

ความเสี่ยง : ความผันผวนของราคา- spread margin และอัตราดอกเบี้ย รวมถึงค่าเงินบาทที่แข็งขึ้น

Relative Valuation

FY	EPS(Bt)		P/E Target(x)		Target(Bt)	
	US	Con	US	Con	US	Con
10F	1.50	1.58	20.00	18.35	30.00	29.00
11F	2.00	1.90	15.00	15.26		

Source : Company, US estimates, www.Settrade.com

Financial Highlight

	consolidated						
	FY ending		12/07A	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F
Revenues (Btm)			32,345	53,332	79,994	95,977	115,219
EBITDA (Btm)			2,811	6,210	11,256	13,298	16,213
Core Earnings (Btm)			909	3,180	4,256	5,761	8,650
Earnings (Btm)			909	2,656	4,824	6,512	8,650

Per Share Data & Valuation

Core EPS (Bt)	2.27	9.49	1.27	1.33	2.00
EPS (Bt)	2.27	7.93	1.44	1.50	2.00
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.33	0.45	0.60
BV (Bt)	15.87	5.28	6.70	7.49	9.38
EV/EBITDA (x)	8.98	22.33	12.14	12.06	9.74
P/E (x)	11.99	2.87	21.46	20.50	13.65
P/B (x)	1.72	5.16	4.07	3.64	2.90
D/P (%)	0.0%	0.0%	1.2%	1.7%	2.2%
ROA (%)	3.6%	3.8%	6.5%	8.0%	10.1%
ROE (%)	14.3%	15.0%	21.5%	20.1%	21.3%
ROCE (%)	5.1%	4.4%	7.7%	9.6%	12.1%

Source: Company, US estimates

Quarterly Result

	consolidated					
	unit: Btm	2Q10	2Q09	YoY	1Q10	QoQ
Sales		23,870	21,047	13%	24,100	-1%
Cost of Sales		(20,569)	(17,110)	20%	(20,844)	-1%
Gross Profit		3,301	3,937	-16%	3,255	1%
SG&A		(1,428)	(1,519)	-6%	(1,403)	2%
Interest Expenses		(291)	(401)	-27%	(324)	-10%
FX Gain (Loss)		188	350	-46%	326	-42%
Core Earnings		1,338	1,414	-5%	1,204	11%
Net Profit		2,089	1,764	18%	1,529	37%
EPS (Bt)		0.48	0.53	-8%	0.35	37%
Shares (m)		4,334	3,352	29%	4,334	0%

Income Statement

	consolidated					
	unit: Btm	12/07A	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F
Sales		32,345	53,332	79,994	95,977	115,219
Cost of Sales		28,767	48,178	67,666	80,632	95,277
Gross Profit		3,579	5,154	12,328	15,345	19,942
SG&A		1,701	2,973	5,046	5,999	7,028
EBITDA		2,811	6,210	11,256	13,298	16,213
Depreciation & Amortization		763	1,567	3,082	3,000	3,100
EBIT		2,048	4,643	8,174	10,298	13,113
Interest Expenses		628	1,467	1,602	1,413	1,304
Income Tax		10	53	554	751	1,004
Core Profit		0	3,180	4,256	5,761	8,650
Extraordinary Items			(524)	568	751	-
Net Profit		909	2,656	4,824	6,512	8,650
EPS (Bt)		2.27	0.79	1.44	1.50	2.00

Balance Sheet

	consolidated					
	unit: Btm	12/07A	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F
Cash & Equivalent		282	1,179	1,397	1,645	1,822
Account Receivables		5,336	8,525	9,963	13,148	18,940
Inventory		4,050	7,419	9,674	11,487	15,662
Current Assets		11,033	18,835	23,566	31,580	39,724
Fixed Assets		14,329	50,933	50,694	49,738	46,071
Total Assets		25,361	69,768	74,260	81,318	85,795
Account Payables		7,041	6,863	9,004	10,825	11,747
Current Liabilities		11,209	23,779	25,785	27,675	28,597
LT Debt		7,778	27,981	25,330	20,687	16,037
Total Liabilities		19,014	52,061	51,794	48,862	45,134
Equity		6,348	17,707	22,466	32,457	40,662
Total Liabilities & Equity		25,361	69,768	74,260	81,318	85,795

Free Cash Flow

	consolidated					
	unit: Btm	12/07A	12/08A	12/09A	12/10F	12/11F
EBIT		2,048	4,643	8,174	10,298	13,113
Depreciation & Amortization		763	1,567	3,082	3,000	3,100
EBITDA		2,811	6,210	11,256	13,298	16,213
Change in Working Capital		(602)	(6,736)	(1,552)	(3,177)	(9,045)
CAPEX		1,745	4,856	500	2,000	2,000
Free Cashflow fr. Operation		464	-5,383	9,205	8,120	5,168

Key Financial Ratios

	12/07A	12/08A	12/09A	12/07F	12/08F
Net Profit Growth	33%	192%	82%	35%	33%
SG&A/Sales	5%	6%	6%	6%	6%
Gross Margin	11%	10%	15%	16%	17%
EBITDA Margin	9%	12%	14%	14%	14%
Net Margin	3%	5%	6%	7%	8%
Current Ratio (x)	1.0	0.9	1.1	1.4	1.4
Interest Coverage (x)	3.3	5.1	7.3	10.1	12.9
Debt/Equity (x)	3.0	2.3	1.5	1.1	0.8
ROA	4%	6%	8%	10%	11%
ROE	14%	21%	20%	21%	19%
ROCE	5.1%	4.4%	7.7%	9.6%	12.1%

Source: Company, US estimates

หมายเหตุ:

- Spread margin หมายถึง ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์-วัตถุดิบ

Disclaimer & Disclosure

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ยูไนเต็ด จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุน แต่ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในรายงาน ผู้จัดทำได้ตรวจสอบความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ใช้ อย่างไรก็ตามระดับความเสี่ยงหรือความถูกต้องได้ ทั้งนี้ ข้อมูลและความเห็นต่าง ๆ ในรายงานอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณ และโปรดศึกษาข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องก่อนตัดสินใจลงทุน ผู้จัดทำจะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการตัดสินใจลงทุนดังกล่าว

นักวิเคราะห์ที่รับผิดชอบในการจัดทำรายงานนี้ขอรับรองว่า (1) ความเห็นที่ปรากฏเป็นความเห็นของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (2) ผู้เขียนไม่ได้รับผิดชอบแทนใด ๆ ไม่ว่าจะผ่านทางตรงและทางอ้อมที่เกี่ยวกับการให้คำแนะนำและความเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้

เกณฑ์การจัดอันดับบริษัท

ช่วงคะแนน Score Range	สัญลักษณ์ Number of Logo
90-100	▲▲▲▲▲
80-89	▲▲▲▲
70-79	▲▲▲
60-69	▲▲
50-59	▲
ต่ำกว่า 50	N/A

United Securities Plc

4-5/F Thanapoom Tower
1550 New Phetchaburi Rd,
Ratchathewi, Bangkok 10400
www.unitedsec.com
Tel. 0 2207 0038
Fax. 0 2207 0505

Branch Offices :

Nakornpathom Nakornsawan Rangsit
Wireless Road