

INDORAMA VENTURES

(IVL TB/ IVL.BK)

ได้อย่าง เสียอย่าง

คาดการณ์ 3Q ที่ 1 พันลบ. จาก 154 ลบ. ใน 2Q จากปริมาณการผลิตที่ดีและกำไรจากสินค้าคงคลัง แต่ได้รับผลกระทบจากราคาฝ้ายที่เพิ่มขึ้นต่อธุรกิจโพลีเอสเตอร์เล็กน้อย คงคำแนะนำ ชื้อ ราคาเป้าหมาย 35 บาทต่อหุ้นด้วยวิธี DCF คาดว่ากำไรจะฟื้นตัวใน 4Q20 ไปจนถึง 1H21

ปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้น 9% qoq แต่อัตรากำไรลดลง

คาดการณ์ 3Q ที่ 1 พันลบ. จาก 154 ลบ. ใน 2Q จากปริมาณการผลิตที่ดี (+9% qoq) สู่ระดับ 3.5 ล้านตัน) และกำไรจากสินค้าคงคลัง โดยปริมาณการผลิตที่ดีมาจากทุกผลิตภัณฑ์แม้ว่าจะมีการเสียกำลังการผลิต 1.5 แสนตันที่ Port Neches, Texas เนื่องจากเฮอริเคน Integrated PET spreads ลดลงสู่ระดับ US\$190/t ในเอเชีย และ US\$386/t ในประเทศตะวันตก (ในหน้า 3) จาก US\$247/t และ US\$423/t ใน 2Q แต่คาดว่า spread จะไม่สามารถอยู่ในระดับนี้ได้ยาวนาน จาก PTA spread ที่อยู่ต่ำกว่าระดับคัมพูน (US\$90/t) ส่วน MTBE spreads ฟื้นตัวมาอยู่ที่ US\$141/t จาก US\$80/t ใน 2Q หลังจากการเปิดเศรษฐกิจส่วนใหญ่ทั่วโลก แต่ยังคงต่ำกว่าระดับต้นทุนเงินสด (cash cost) ที่ US\$160/t โดย IVL ส่งออก MTBE ไปสู่ เม็กซิโก ซึ่งการบริโภคน้ำมันเบนซินฟื้นตัวขึ้นมาสู่ 90% ของระดับก่อน covid

ได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยจากราคาฝ้ายที่เพิ่มขึ้น

ราคาฝ้ายได้เพิ่มขึ้นในตลาด ICE Futures ในสหรัฐฯ ในสัญญาส่งมอบเดือนธ.ค. สู่ \$71.6 เซนต์ต่อปอนด์ในสัปดาห์นี้ ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบสิบเดือนจากการเก็งกำไรว่าผลผลิตทางการเกษตรจะลดลงในสหรัฐฯ ซึ่งเป็นผู้ส่งออกรายใหญ่ของโลก รวมถึงตลาดยังคาดว่าผลผลิตจากอินเดียซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ และจากปากีสถานซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 5 จะลดลง ส่วนจีนซึ่งเป็นผู้นำเข้าฝ้ายที่ใหญ่ที่สุด จากอุตสาหกรรมสิ่งทอที่ดำเนินการที่ระดับ 90% เทียบระดับต่ำสุด 30% ในช่วง covid แต่ประเด็นนี้มีผลกระทบต่อโพลีเอสเตอร์ ซึ่งเป็นสินค้าทดแทน โดย Polyester spreads เพิ่มขึ้น US\$10/t ในต.ค. จากระดับ US\$250/t ใน 3Q20 โดย IVL มีกำลังการผลิตโพลีเอสเตอร์ 2 ล้านตัน แต่มีเพียงครั้งเดียวที่เกี่ยวข้องกับฝ้าย

คงคำแนะนำ ชื้อ ราคาเป้าหมาย 35 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี

คาดว่า Integrated PET spreads จะไม่สามารถอยู่ในระดับนี้ได้ยาวนานจากการที่ผู้ผลิตส่วนใหญ่ขาดทุนที่ระดับนี้ การบริโภค PET จะยังคงมีการเติบโตที่แข็งแกร่ง และ IVL มีความสามารถในการแข่งขันที่ดีที่จะรองรับการเติบโตนี้จากการดำเนินงานที่มีอยู่ทั่วโลก ราคาเป้าหมายของเราเทียบเท่า 21x FY21F PE

Financial Summary

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btm)	347,171	352,692	337,003	382,871	387,576
Revenue growth	(%)	21.2	1.6	(4.4)	13.6	1.2
EBITDA	(Btm)	45,381	28,260	30,238	41,022	43,937
EBITDA growth	(%)	37.8	(37.7)	7.0	35.7	7.1
Profit, core	(Btm)	24,029	5,147	4,500	9,304	10,125
Profit growth, core	(%)	32.2	(78.6)	(12.6)	106.8	8.8
Profit, reported	(Btm)	26,465	5,252	4,203	9,008	9,828
Profit growth, reported	(%)	26.7	(80.2)	(20.0)	114.3	9.1
EPS, core	(Bt)	4.28	0.92	0.80	1.66	1.80
EPS growth, core	(%)	23.5	(78.6)	(12.6)	106.8	8.8
DPS	(Bt)	1.4	1.2	0.3	0.6	0.6
P/E, core	(x)	5.2	24.2	27.7	13.4	12.3
P/BV, core	(x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	(%)	18.3	3.7	3.5	7.0	7.2
Dividend yield	(%)	6.3	5.5	1.3	2.6	2.8
FCF yield	(%)	(14.2)	4.6	(38.3)	8.9	10.7

BUY

Target price Bt35.00 (+57.7%) Price Bt22.20

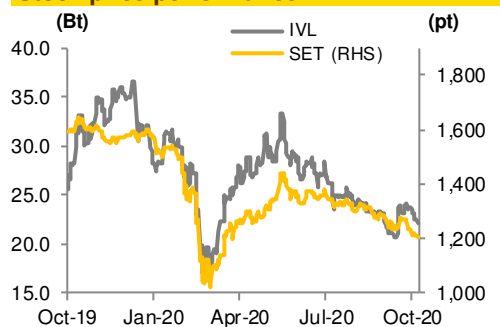


Naphat CHANTARASEREKUL

Fundamental investment analyst on securities
+662 659 7000 ext 5000
naphat.chantaraserukul@krungsrisecurities.com

Key data	Unit	
12M high/ low	(Bt)	37.0/ 15.9
Market cap	(Btm/ USDm)	124,643/ 3,985
3M avg. daily turnover	(Btm/ USDm)	659.3/ 20.9
Free float	(%)	35.6
Issued shares	(m shares)	5,615
Major shareholders:		
1) Indorama Resources L		62.4
2) Stock Exchange Of Th		5.8
3) Bangkok Bank Plc		4.8

Stock price performance



	Unit	ytd	1M	3M	12M
Total return	(%)	(35.3)	4.7	(14.8)	(10.3)
Total return vs SET	(%)	(11.7)	7.8	(4.9)	14.0

Krungsri vs Bloomberg consensus

	Unit	(+)	(=)	(-)
Bloomberg consensus	(Cnt.)	15	5	2
	Unit	KSS	BB	%diff
Target price	(Bt)	35.0	31.5	11.2
2020F net profit	(Btm)	4,203	7,079	(40.6)
2021F net profit	(Btm)	9,008	12,845	(29.9)

Earnings revision

Bloomberg	Unit	2020F	2021F
1M	(%)	0.00	-0.06
3M	(%)	(23.42)	0.34
ytd	(%)	(64.43)	(40.77)
Krungsri			
From last report	(%)	0.00	0.00

Source: Bloomberg, Krungsri Securities

IVL: 3Q20F results preview

Quarterly P&L (Btm)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	Chg qoq	Chg yoy
Sales	84,478	77,509	92,024	75,010	81,555	9%	-3%
COGS (inc dep'n)	(74,221)	(69,292)	(81,665)	(65,763)	(68,916)	-5%	7%
Gross Profit	10,258	8,217	10,359	9,247	12,639	37%	23%
SG&A	(8,344)	(8,305)	(10,149)	(8,919)	(9,382)	-5%	-12%
Operating Profit	1,914	(88)	209	329	3,257	891%	70%
Net other income/expense	306	902	839	630	220	-65%	-28%
Net interest	(1,307)	(1,291)	(2,140)	(1,693)	(2,065)	-22%	-58%
Pretax profit	913	(478)	(1,092)	(734)	1,412	NA	55%
Income Tax	(27)	(1,330)	7	569	(141)	NA	-422%
Associates	(5)	16	15	66	25	-62%	NA
Minority interest	202	617	25	(6)	(10)	-66%	NA
Profit after tax (pre-ex)	1,083	(1,175)	(1,045)	(106)	1,285	NA	19%
Extraordinaries, GW & FX	(290)	(340)	1,616	260	(270)	NA	7%
Reported net profit	793	(1,516)	571	154	1,015	561%	28%
Shares out (end Q, m)	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615		
Adjusted shares (m)	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615		
Pre-ex EPS	0.19	(0.21)	(0.19)	(0.02)	0.23	NA	19%
EPS	0.09	(0.30)	0.07	(0.01)	0.18	NA	101%

Note: Our core profit above (profit pre-ex) is based on reported financial statement. This is different from IVL's core profit in MD&A as IVL adjusted non-recurring items

Lending cotton production countries worldwide in 2019/2020

Country	Production in thousand metric tons
India	6,423
China	5,933
United States	4,336
Brazil	2,918
Pakistan	1,350
Uzbekistan	762
Turkey	751
Greece	365
Mexico	342
Argentina	305

Source: Company data, Krungsri Securities

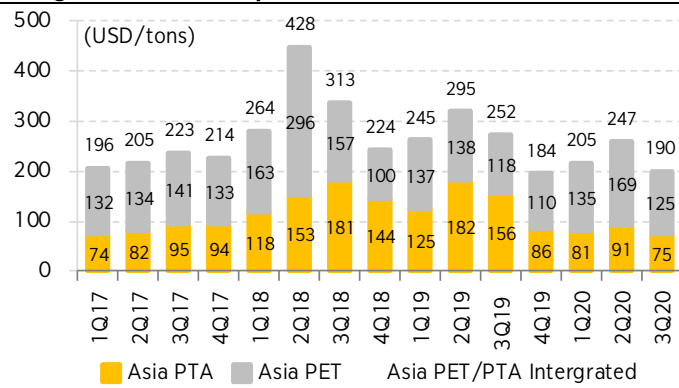
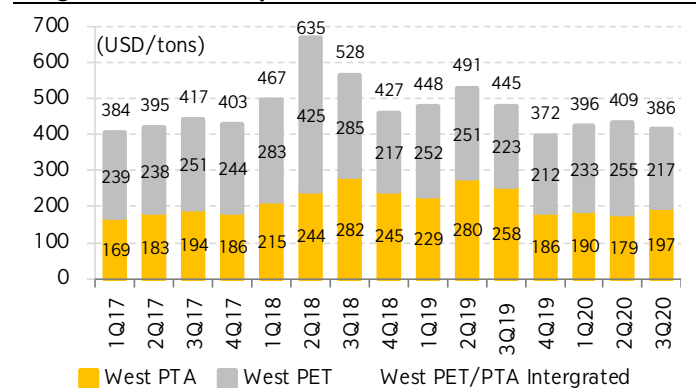
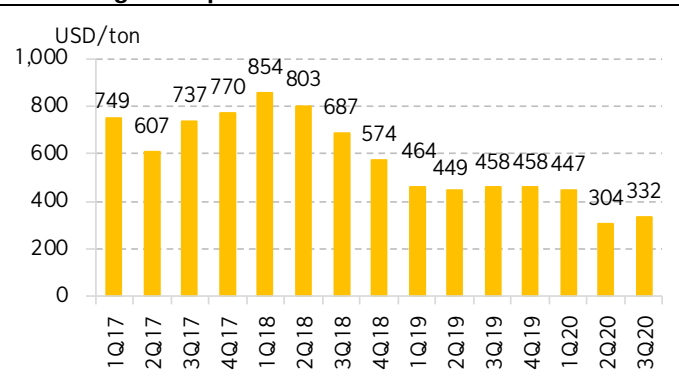
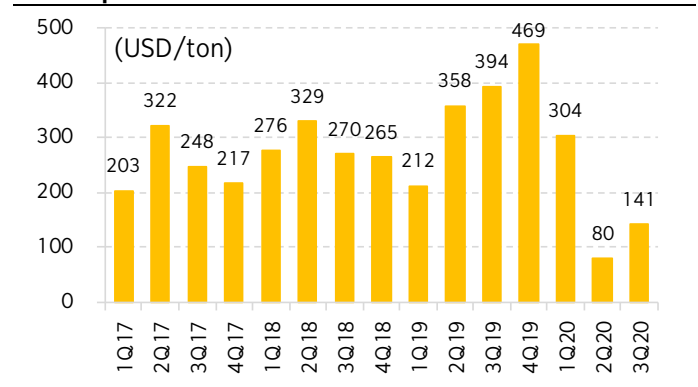
New PET capacity in 2019-2022

Country	Company	2019	2020	2021	2022
Tunisia	Crystal Industries (3Q19)	60			
China	Jiangsu Sanfangxiang (1Q19)	250			
China	Yisheng Petrochemical (1Q19)	30			
China	Yisheng Petrochemical (1Q20)		320		
Taiwan	Hualon (1Q20)		(73)		
Turkey	Sasa Polyester Sanayi A.S. (1Q20)		315		
China	Zhejiang Wankai New Materials Co Ltd (1Q20)		100		
China	Yisheng Petrochemical (3Q20)		500		
Vietnam	Fujian Baihong (Billion) (3Q20)		250		
China	Henan Tongjin Coal Chemical (3Q20)		500		
China	Yisheng Petrochemical (2Q21)			350	
China	Zhejiang Wankai New Materials Co Ltd (2Q21)			500	
Turkey	Koksan PET Packaging (3Q21)			215	
China	Anyang Longyu New Material Company (1Q22)				500
China	Sinopec Yizheng (3Q22)				500
China	China Resources Co (CRC) Packaging Materials (3Q22)				300
Total		340	1,912	1,065	1,300

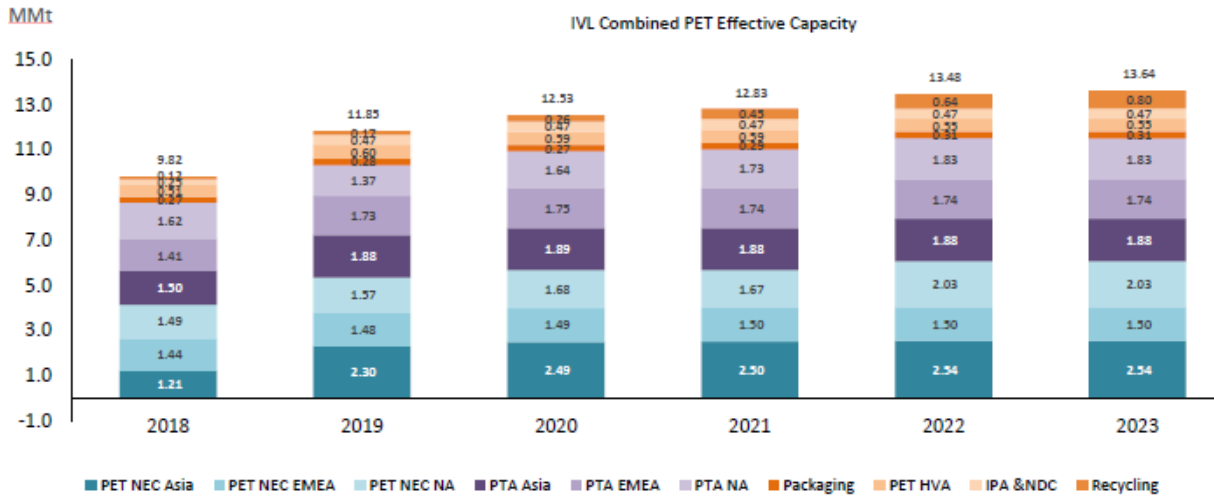
Source: Company data, Krungsri Securities

IVL's portfolio before and after Huntsman assets (unit: k tons)

Product	IVL's portfolio	Huntsman assets	Total
Ethylene	440	218	658
Propylene		64	64
Ethylene Oxide (EO)	420	590	1,010
Ethylene Glycol (EG)	300	442	740
Purified Ethylene Oxide (PEO)	250	-	250
Diethylene Glycol (DEG)		55	55
Surfactants		391	391
Propylene Oxide (PO) / Propylene Glycol (PG)		304	304
Ethanolamines		181	181
Linear Alkyl Benzene (LAB)		181	181
MTBE		731	731
Total	1,410	3,157	4,567

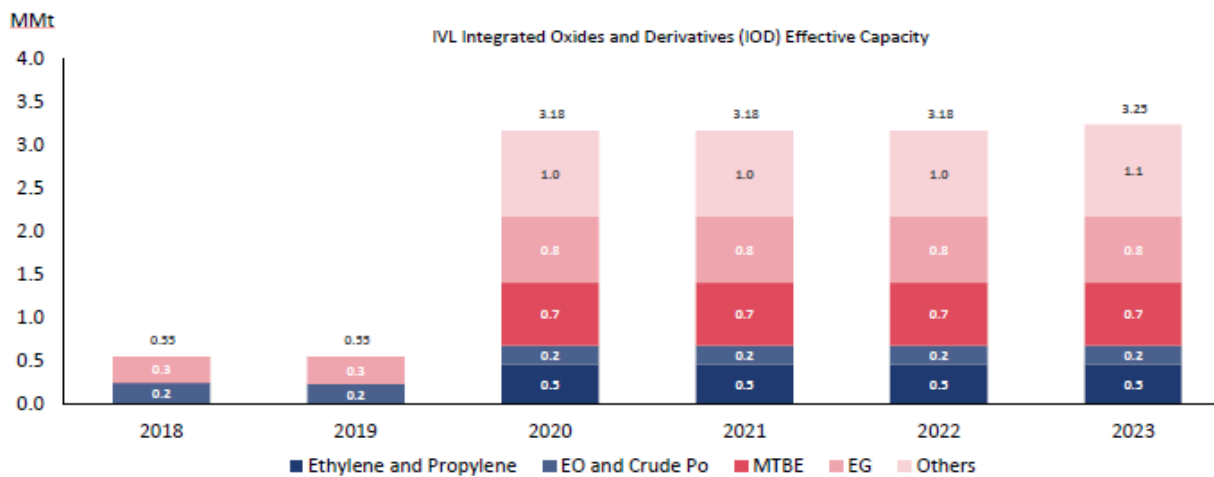
Source: Company data, Krungsri Securities
Integrated PTA-PET spreads in Asia

Source: Company data, Krungsri Securities
Integrated PTA-PET spreads in the west

Source: Company data, Krungsri Securities
MEG integrated spread in the US

Source: Company data, Krungsri Securities
MTBE spread in the US

Source: Company data, Krungsri Securities

IVL's combined PET related capacity



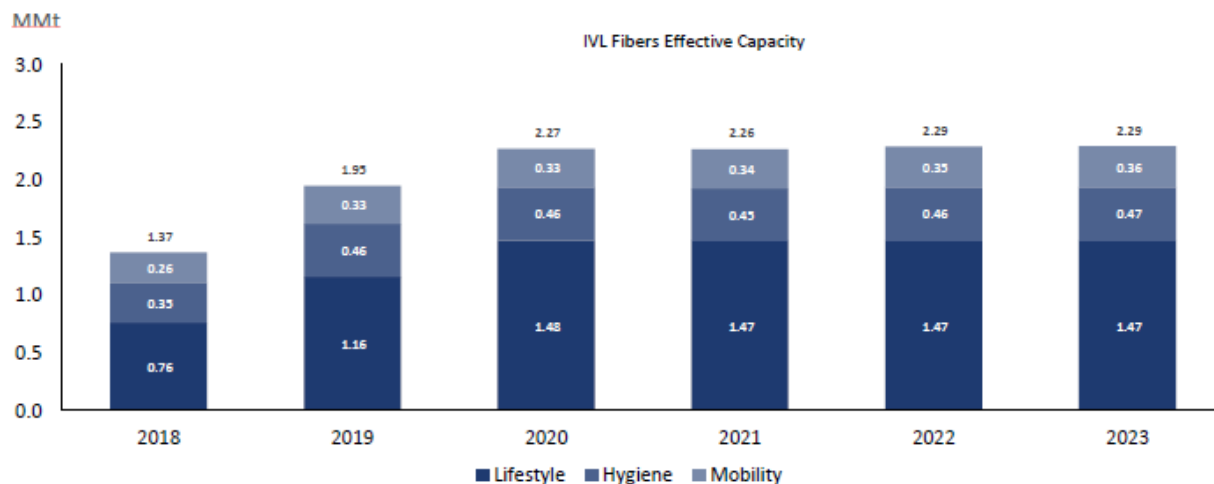
Source: Company data, Krungsri Securities

IVL's Integrated Oxides and Derivatives (IOD) capacity



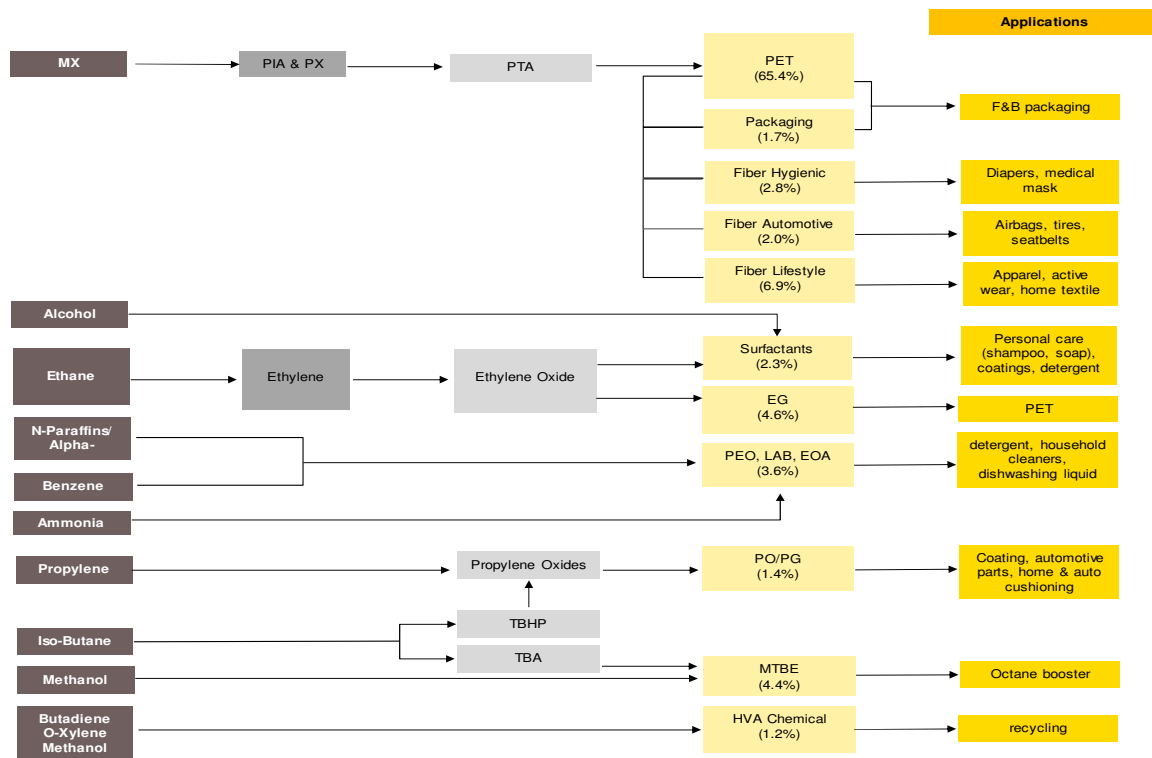
Source: Company data, Krungsri Securities

IVL's Fibers capacity



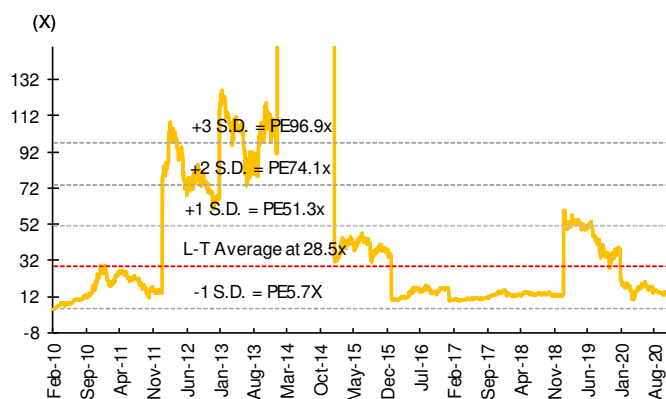
Source: Company data, Krungsri Securities

IVL value chain and their applications

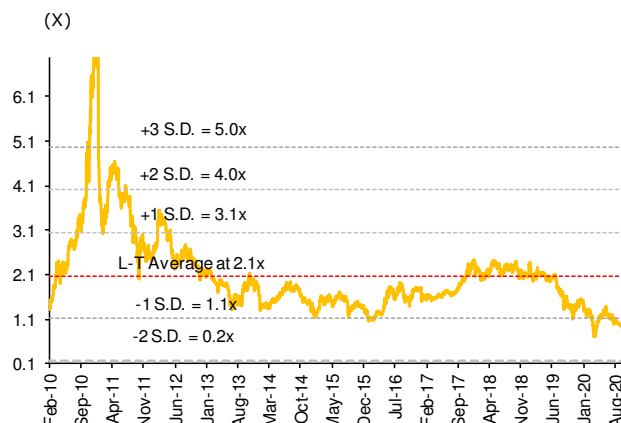


Source: Company data, Krungsri Securities

Note: (%) of IVL's capacity

P/E Band


Source: Bloomberg, Krungsri Securities

P/BV Band


Source: Bloomberg, Krungsri Securities

Peer Comparison

BB Ticker	Name	Market Cap USD	PE (x)		P/BV (x)		EPS G%		Div Yield (%)	ROE (%)	Share Price Performance			
			20F	21F	20F	21F	20F	21F			20F	20F	1M	3M
IVL TB	INDORAMA VENTURES PCL	3,986	27.7	13.4	1.0	0.9	(12.6)	106.8	1.3	3.5	4.7	(15.4)	(15.4)	(36.6)
BCP TB	BANGCHAK CORP PCL	664	(11.1)	6.6	0.4	0.4	(291.5)	267.2	(4.5)	0.2	0.7	(22.3)	(15.9)	(45.4)
ESSO TB	ESSO THAILAND PCL	664	NA	6.4	1.0	1.0	NA	NA	2.0	(3.7)	(0.8)	(22.1)	18.8	(30.6)
IRPC TB	IRPC PCL	1,333	(6.7)	(21.0)	0.6	0.6	NA	NA	3.9	(7.8)	3.6	(22.1)	(19.7)	(44.6)
PTTGC TB	PTT GLOBAL CHEMICAL PCL	5,774	19.6	14.3	0.6	0.6	12.9	36.8	2.5	3.2	1.9	(17.0)	9.5	(29.4)
SCC TB	SIAM CEMENT PCL/THE	13,046	12.8	13.5	1.2	1.2	(12.1)	(5.3)	3.9	10.4	5.9	(11.0)	5.3	(13.3)
TOP TB	THAI OIL PCL	2,316	(19.6)	8.6	0.6	0.6	(189.2)	327.4	(2.3)	(3.1)	10.1	(17.9)	(10.1)	(49.1)
1301 TT	FORMOSA PLASTICS CORP	17,834	28.4	15.8	1.5	1.4	(51.8)	79.4	2.7	5.4	1.5	0.6	0.3	(19.6)
6505 TT	FORMOSA PETROCHEMICAL CORP	27,087	136.6	23.5	2.6	2.3	(84.6)	482.0	1.3	1.4	1.6	(3.9)	0.5	(16.5)
1402 TT	FAR EASTERN NEW CENTURY CORP	4,862	17.4	14.5	0.7	0.6	NA	20.3	3.8	4.0	3.6	(11.0)	9.5	(12.9)
1326 TT	FORMOSA CHEMICALS & FIBRE	14,393	28.9	19.5	1.2	1.2	NA	47.7	2.5	3.9	4.1	0.7	2.9	(19.7)
363 HK	SHANGHAI INDUSTRIAL HLDG LTD	1,521	4.5	3.5	N/A	N/A	NA	30.5	7.9	N/A	4.4	(3.5)	(11.0)	(26.7)
338 HK	SINOPEC SHANGHAI PETROCHEM-H	4,392	42.4	7.1	0.6	0.5	(84.9)	493.5	4.0	1.2	13.4	(14.6)	(29.3)	(35.3)
386 HK	CHINA PETROLEUM & CHEMICAL-H	66,140	23.5	8.8	0.5	0.5	(75.2)	167.8	6.4	2.4	4.5	(4.9)	(12.2)	(30.0)
051910 KS	LG CHEM LTD	40,325	33.8	24.4	2.6	2.4	367.3	38.6	1.0	7.8	3.0	25.2	82.7	103.5
009830 KS	HANWHA CHEMICAL CORP	5,951	15.7	11.5	1.1	1.0	(283.3)	37.2	0.6	7.0	19.8	62.2	200.7	123.3
011170 KS	LOTTE CHEMICAL CORP	7,229	39.6	11.9	0.6	0.6	(71.1)	233.2	1.7	1.5	21.7	37.9	12.2	6.5
010950 KS	S-OIL CORP	5,784	N/A	12.4	1.2	1.1	(1,307.)	(169.)	0.3	(13.4)	14.1	(5.8)	(17.4)	(39.0)
PCHEM MK	PETRONAS CHEMICALS GROUP	11,526	29.9	19.4	1.6	1.5	(42.7)	54.2	1.9	5.5	9.1	(4.2)	13.9	(18.4)
RIL IN	RELIANCE INDUSTRIES LTD	180,398	31.4	20.8	2.4	2.1	2.8	50.6	0.3	8.1	(7.8)	(5.5)	44.6	35.3
Average (simple)			25.3	11.7	1.2	1.1	(141.5)	127.7	2.1	2.0				

Source: Bloomberg, Krungsri Securities

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btm)	234,698	254,620	286,332	347,171	352,692	337,003	382,871	387,576
Cost of goods sold	(Btm)	(208,177)	(218,198)	(240,889)	(289,232)	(309,345)	(298,336)	(331,924)	(334,758)
Gross profit	(Btm)	26,521	36,422	45,444	57,939	43,348	38,667	50,947	52,818
SG&A	(Btm)	(19,293)	(21,823)	(25,904)	(28,784)	(34,312)	(29,319)	(33,310)	(33,719)
Other income	(Btm)	1,761	1,584	1,263	2,200	2,367	2,636	2,486	2,881
Interest expense	(Btm)	(3,652)	(4,222)	(3,864)	(4,227)	(5,615)	(5,162)	(6,235)	(6,975)
Pre-tax profit	(Btm)	5,337	11,961	16,938	27,127	5,787	6,821	13,887	15,005
Corporate tax	(Btm)	(1,881)	(2,062)	1,400	(3,812)	(1,534)	(1,808)	(3,681)	(3,977)
Equity a/c profits	(Btm)	(242)	(173)	28	586	5	5	4	4
Minority interests	(Btm)	(279)	(162)	(195)	128	888	(518)	(907)	(907)
Core profit	(Btm)	2,935	9,563	18,171	24,029	5,147	4,500	9,304	10,125
Extra-ordinary items	(Btm)	3,674	6,634	2,711	2,437	105	(296)	(296)	(296)
Net Profit	(Btm)	6,609	16,197	20,883	26,465	5,252	4,203	9,008	9,828
EBITDA	(Btm)	18,148	27,124	32,939	45,381	28,260	30,238	41,022	43,937
Core EPS	(Bt)	0.6	2.0	3.5	4.3	0.9	0.8	1.7	1.8
Net EPS	(Bt)	1.4	3.4	4.0	4.7	0.9	0.7	1.6	1.8
DPS	(Bt)	0.5	0.7	1.0	1.4	1.2	0.3	0.6	0.6

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btm)	70,548	84,495	92,953	124,284	118,757	107,491	124,043	124,185
Total long-term assets	(Btm)	151,092	173,885	189,405	254,911	261,811	314,670	313,692	311,381
Total assets	(Btm)	221,641	258,380	282,358	379,195	380,568	422,160	437,736	435,566
Total current liabilities	(Btm)	57,383	65,862	65,622	113,700	112,991	139,207	147,284	137,780
Total long-term liabilities	(Btm)	81,305	100,704	97,750	113,639	129,410	143,799	143,799	143,799
Total liabilities	(Btm)	138,688	166,566	163,372	227,339	242,401	283,006	291,083	281,578
Paid-up capital	(Btm)	4,814	4,814	5,245	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btm)	79,825	89,055	117,062	144,838	129,712	130,180	136,772	143,201
Minority interest	(Btm)	3,128	2,760	1,925	7,018	8,455	8,974	9,880	10,787
BVPS	(Bt)	16.6	18.5	22.3	25.8	23.1	23.2	24.4	25.5

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btm)	2,935	9,563	18,171	24,029	5,147	4,500	9,304	10,125
Depreciation and amortization	(Btm)	(9,326)	(11,065)	(12,239)	(14,273)	(17,040)	(18,597)	(20,977)	(22,311)
Operating cash flow	(Btm)	(11,379)	(9,444)	6,118	(38,270)	15,808	(41,212)	18,646	20,214
Investing cash flow	(Btm)	(31,295)	(26,606)	(25,287)	(66,095)	(21,318)	(68,212)	(16,735)	(17,725)
Financing cash flow	(Btm)	3,615	(4,909)	9,334	14,202	(12,500)	(4,031)	(2,712)	(3,696)
Net change in cash	(Btm)	(12,424)	(17,691)	9,419	(42,059)	(5,127)	(51,805)	8,376	9,665

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	11.3	14.3	15.9	16.7	12.3	11.5	13.3	13.6
EBITDA margin	(%)	7.7	10.7	11.5	13.1	8.0	9.0	10.7	11.3
EBIT margin	(%)	3.8	6.3	7.2	9.0	3.2	3.5	5.2	5.6
Net profit margin	(%)	2.8	6.4	7.3	7.6	1.5	1.2	2.4	2.5
ROE	(%)	3.9	11.3	17.6	18.3	3.7	3.5	7.0	7.2
ROA	(%)	1.4	4.0	6.7	7.3	1.4	1.1	2.2	2.3
Net D/E	(x)	1.0	1.1	0.7	0.9	1.0	1.3	1.2	1.1
Interest coverage	(x)	2.5	3.8	5.4	7.4	2.0	2.3	3.2	3.2
Payout Ratio	(%)	35.0	19.6	25.1	29.7	131.0	37.5	36.2	36.1

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
PTA spread in Asia	(USD/ton)			86	149	130	121	122	122
PET spread in Asia	(USD/ton)			135	179	130	121	122	122
Integrated spreads in Asia	(USD/ton)			208	306	242	225	227	227
PTA spread in US, Europe	(USD/ton)			183	247	230	223	222	222
PET spread in US, Europe	(USD/ton)			243	302	240	228	220	220
Integrated spreads in US, Europe	(USD/ton)			399	512	436	419	411	411