

IVL

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	ราคาเป้าหมาย (บาท)
20.20	30.00
Upside (%)	Dividend yield (%)
48.51	3.47

รอสะสมรอบใหม่รับ high season ของ PET ในไตรมาส 2

Flash Points

- ทำไรสุทรี 4Q67 เท่ากับ 1.1 พันล้านบาท ลดลง 27.2% qoq ถูกกดดันหลักจากกำไรจากการดำเนินงานปกติที่ปรับตัวลดลงมียัง 80.6% qoq มาอยู่ที่ 523 ล้านบาท ซึ่งเป็นไปตามช่วงฤดูกาล Low season ของธุรกิจ ทำให้ทั้ง spread และปริมาณขายลดลง QoQ แต่โชคดีได้รับอานิสงส์จากรายการพิเศษ Reverse Impairment 2.5 พันล้านบาทจากการขายที่ดินในโครงการที่ด้อยค่าได้บางส่วนมาช่วยทำให้กำไรสุทธิไม่ลดลงไปมากนัก แม้จะยังมีบันทึกขาดทุนจากสินค้าคงเหลืออยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท

Impact Insight

- ส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานปกติทั้งปี 2567 อยู่ที่ 4.6 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 40.2% qoq ตามปริมาณขายและ spread ที่ฟื้นตัวมาเล็กน้อย YoY แต่หากพิจารณา Bottom line พบว่าเผชิญกับขาดทุนสุทธิสูงถึง 1.9 หมื่นล้านบาท เนื่องจากมีการบันทึกด้อยค่าสินทรัพย์หลายโครงการในงวด 2Q67
- แนวโน้มผลการดำเนินงานปกติ 1Q68 คาดจะเห็นการฟื้นตัว QoQ เนื่องจากปกติแล้วในช่วงปลายไตรมาส 1 จะเป็นช่วงสะสมสต็อกของผลิตภัณฑ์หลัก PET ไว้สำหรับช่วง High season ในไตรมาส 2 ซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อน ทำให้คาด spread และปริมาณขายจะค่อยๆปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวด 1Q68 และทำระดับสูงสุดของปีในงวด 2Q68

Execution

- ประกาศจ่ายเงินปันผล 4Q67 ที่ 0.175 บาทต่อหุ้น (รวมทั้งปีจ่าย 0.7 บาท/หุ้น) คิดเป็น Dividend Yield เฉลี่ยต่อปีที่ 3.5%
- ราคาหุ้นปรับฐานไปแล้วระดับหนึ่ง Downside จำกัดมากขึ้น รอทยอยสะสมรอบใหม่ตามช่วงฤดูกาล และความคาดหวังสำหรับ Theme China play

INDORAMA



ที่มา : IVL

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways
แนวรับ : 19.50 บาท
แนวต้าน : 24.00/27.00 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	1.79	1.82	-1%
2569F	2.07	2.38	-13%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
PETROCHINA-H	4.68	0.7	0.6	6.1	6.2
TAIWAN					
FORMOSA CHEM & F	2.75	0.5	0.5	23.7	20.6
FORMOSA PLASTIC	3.17	0.8	0.7	43.6	23.4
NAN YA PLASTICS	2.50	0.7	0.7	21.9	17.7
JAPAN					
TOSOH CORP	3.67	0.8	0.8	11.4	9.8
JX HD	4.33	0.7	0.7	11.6	8.5
mitsui chemicals	4.27	0.7	0.7	11.5	8.6
HONG KONG					
SINOPEC SHANG-H	3.83	0.5	0.5	47.8	14.7
INDIA					
INDIAN OIL CORP	3.50	0.9	0.8	15.3	8.3
BHARAT PETROL	4.06	1.3	1.1	8.0	7.8
Malaysia					
PETRONAS DAGANGA	2.91	3.3	3.2	19.4	18.8
PChem	2.70	0.8	0.8	15.8	13.7
THAILAND					
PTT PCL	Neutral	0.8	0.8	10.3	9.2
PTT EXPL & PROD	Neutral	0.9	0.8	6.5	6.2
PTT GLOBAL CHEM	Underperform	0.4	0.4	46.1	16.9
THAI OIL PCL	Neutral	0.3	0.3	5.0	4.5
IRPC PCL	Underperform	0.3	0.3	6.9	5.0
BANGCHAK PETROLE	Neutral	0.5	0.5	4.5	3.9
INDORAMA VENTURE	Neutral	0.9	0.7	12.0	10.4
STAR PETROLEUM REFINING	Neutral	0.6	0.6	8.0	13.6
AVERAGE		0.7	0.7	11.9	10.1

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

FY: ปีค 31 ธ.ค.	2565	2566	2567	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	31,006	-10,798	-19,262	10,069	11,600
Norm Profit	33,448	3,248	6,588	10,069	11,600
EPS (บาท)	5.52	(1.92)	(3.43)	1.79	2.07
PER (เท่า)	3.7	(10.5)	(5.9)	11.3	9.8
DPS (บาท)	1.6	0.9	0.7	0.9	1.0
Div yield	7.9%	4.6%	3.5%	4.5%	5.0%
BVS (บาท)	35.78	31.72	24.74	27.08	33.41
ROAE	16.7%	-5.7%	-12.2%	6.9%	6.8%

ESG Assessment

SET ESG Ratings: AAA
CG Score: ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง: Yes
ที่มา : SET

การดำเนินการด้าน ESG ของ IVL

Environment (E): กำหนดกลยุทธ์ลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานและโครงการการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยมุ่งเป้าลดอัตราการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมดลง 30% จากปีฐาน 2563 ผ่านการดำเนินการโครงการพลังงานไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน, ลงทุนและขยายโรงงานรีไซเคิลเพื่อจัดการปัญหามลพิษจากขยะพลาสติก และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์, แทนที่วัตถุดิบที่มาจากเชื้อเพลิงฟอสซิลด้วยวัตถุดิบชีวภาพและวัตถุดิบรีไซเคิล, ใช้ประโยชน์และการกักเก็บคาร์บอน (CCUS) ไฮโดรเจนสีเขียว วัตถุดิบหมุนเวียน/วัตถุดิบชีวภาพ และเชื้อเพลิงธรรมชาติทดแทน (RNG) เป็นต้น

Social Contribution (S) : ดำเนินกิจกรรม CSR ภายใต้ขอบเขต 3 ประการ ได้แก่ 1) ความรู้ : ตั้งเป้าภายในปี 2573 จะสร้างความตระหนักรู้เรื่องการรีไซเคิลให้กว่า 1 ล้านคนทั่วโลก 2) ความเป็นอยู่ที่ดี: ภายในปี 2573 คนในชุมชนได้รับผลประโยชน์อย่างน้อย 1 แสนคน ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากโครงการที่ส่งเสริมความเป็นอยู่ที่ดี ด้วยการยกระดับการมีส่วนร่วมของบริษัทฯ ร่วมกับชุมชน 3) สิ่งแวดล้อม : ภายในปี 2573 สามารถคัดแยกขวด PET หลังการบริโภคและนำกลับเข้าสู่กระบวนการรีไซเคิลสะสม อย่างน้อย 100 ตัน

Governance (G): บริหารการปฏิบัติตามข้อกำหนด (กฎระเบียบและสิ่งแวดล้อม) โดยมีการจัดทำคู่มือกำกับดูแลกิจการ (CGManual) ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด และมีการติดตามความคืบหน้าอย่างต่อเนื่อง รวมถึงให้คำแนะนำและการสนับสนุนเพื่อสร้างความตระหนักรู้ในพนักงานของ IVL ทั้งนี้ บริษัทฯ ได้รับคะแนน CG ระดับ “ดีเยี่ยม 5 ดาว” จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และได้รับการจัดอันดับ ESG Rating ที่ระดับ AA

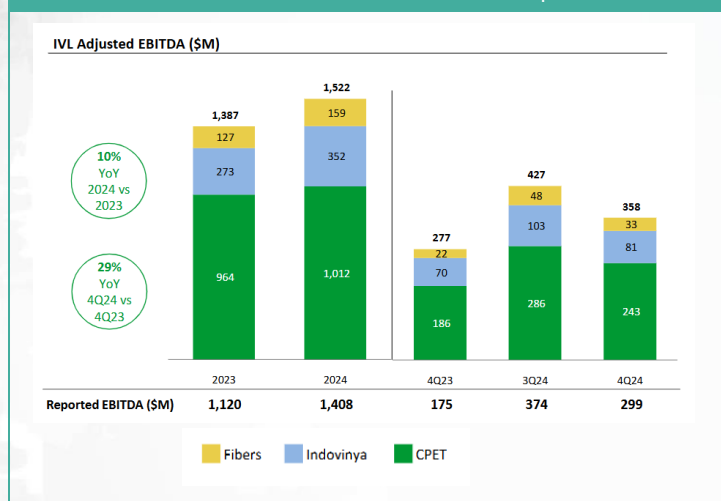
ESG Comment: ลักษณะทั่วไปของธุรกิจ IVL มีการดำเนินงานที่อาจส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัย การกำหนดและดำเนินตามนโยบาย ESG ของบริษัทฯ ช่วยให้สามารถจัดการความเสี่ยงและปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมทั้งยังเป็นที่ยอมรับของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องกับบริษัท หลีกเลี่ยงความขัดแย้งทางสังคม และเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่นักลงทุนได้ในระดับสากล

ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

Bm	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	%QoQ	%YoY	2567	2566	%YoY
รายได้จากการขาย	143,786	136,579	137,419	138,352	129,109	135,908	146,163	137,413	122,099	-11.1%	-5.4%	541,583	541,458	0.0%
ต้นทุนขาย	(134,401)	(120,076)	(118,948)	(120,404)	(116,610)	(116,300)	(126,727)	(118,059)	(105,231)	-10.9%	-9.8%	(466,318)	(476,039)	2.0%
กำไรขั้นต้น	9,386	16,503	18,471	17,947	12,498	19,608	19,435	19,354	16,867	-12.9%	35.0%	75,265	65,419	15.1%
SG&A	(14,030)	(13,995)	(14,644)	(14,546)	(14,983)	(14,428)	(20,187)	(14,157)	(12,635)	-10.8%	-15.7%	(61,408)	(58,169)	5.6%
กำไรจากการดำเนินงาน	(4,644)	2,507	3,826	3,401	(2,485)	5,180	(752)	5,197	4,232	-18.6%	-270.3%	13,856	7,250	91.1%
ดอกเบี้ยจ่าย	(3,293)	(3,460)	(3,865)	(4,015)	(4,027)	(4,176)	(4,692)	(4,140)	(4,219)	1.9%	4.8%	(17,228)	(15,367)	-12.1%
FX & X Item	(11,654)	(1,047)	(1,580)	(456)	(11,007)	443	(23,697)	(1,195)	573	n.m.	n.m.	(23,877)	(14,090)	-69.5%
กำไรสุทธิ	(11,479)	1,023	411	195	(12,428)	1,133	(22,996)	1,505	1,096	-27.2%	n.m.	(19,262)	(10,798)	-78.4%
EPS (บาท)	(2.04)	0.18	0.07	0.03	(2.21)	0.20	(4.10)	0.27	0.20	-27.2%	n.m.	(3.43)	(1.92)	-78.4%
Norm Profit	175	2,070	1,991	652	(1,421)	690	701	2,700	523	-80.6%	n.m.	4,615	3,292	40.2%
Core EBITDA	5,135	9,787	11,837	9,531	5,587	11,659	5,808	13,093	12,234	-6.6%	119.0%	42,795	36,743	16.5%
Consolidated EBITDA	1,622	8,750	10,595	10,159	4,247	11,965	6,130	12,053	11,108	-7.8%	161.6%	41,257	33,752	22.2%
Core EBITDA / ton (\$)	82	101	104	89	74	99	98	121	105	-13.0%	41.9%	108	99	9.0%
Gross margin	6.5%	12.1%	13.4%	13.0%	9.7%	14.4%	13.3%	14.1%	13.8%			13.9%	12.1%	
SG&A/Sales	9.8%	10.2%	10.7%	10.5%	11.6%	10.6%	13.8%	10.3%	10.3%			11.3%	10.7%	

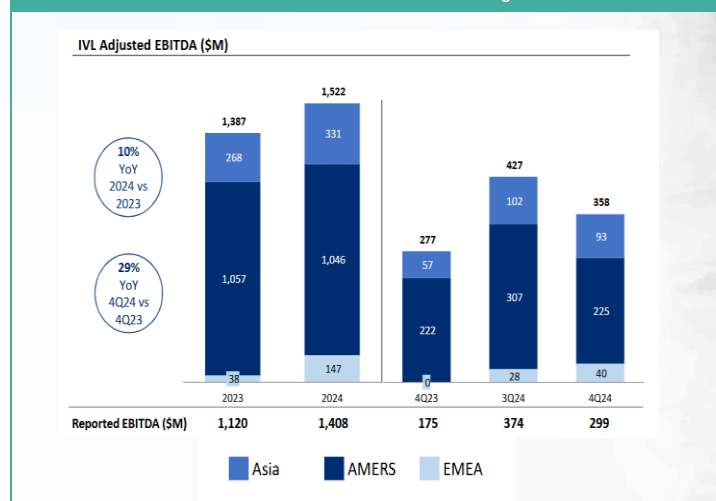
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

BREAKDOWN กำไรแยกตามรายธุรกิจ



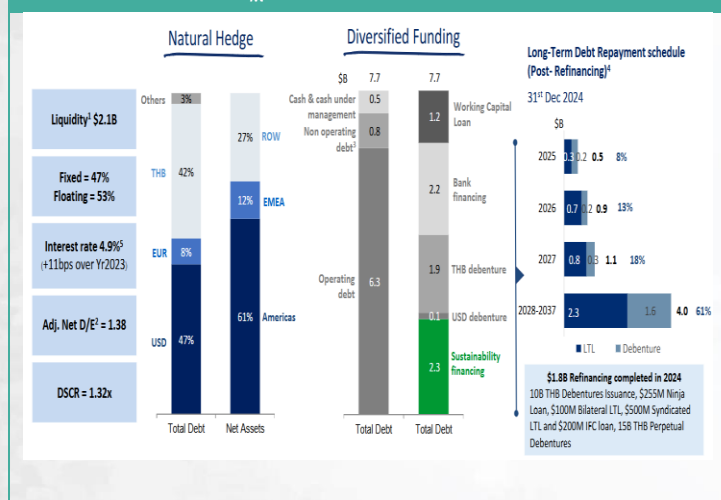
ที่มา : IVL

BREAKDOWN กำไรแยกตามภูมิภาค



ที่มา : IVL

ฐานะการเงินของ IVL



ที่มา : IVL

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. การหยุดฉุกเฉินของโรงงาน โรงงานปิโตรเคมี (unplanned shutdown)
2. ความเสี่ยงของประเทศต่างๆที่ IVL เข้าลงทุน (Country risk) ซึ่งอาจทำให้การดำเนินงานไม่เป็นไปตามแผน
3. Spread ผลผลิตกักตุนปิโตรเคมี ไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ซึ่งอาจทำให้ประมาณการไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้
4. การระดมเงินทุนที่ไม่ได้เป็นไปตามแผน อาจทำให้แผนการลงทุนบางโครงการต้องถูกชะลอออกไปกว่าที่กำหนดเป้าหมายไว้

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2569 ของ IVL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
ยอดขาย	541,458	541,583	593,601	610,853	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(476,039)	(466,318)	(512,006)	(527,535)	กำไรสุทธิ (ก่อนหักผู้ถือหุ้นส่วนน้อย)	(10,913)	(19,186)	10,069	11,600
กำไรขั้นต้น	65,419	75,265	81,595	83,318	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(58,169)	(61,408)	(57,555)	(58,000)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	24,835	25,015	18,006	18,564
ดอกเบี้ยจ่าย	(15,367)	(17,228)	(13,254)	(12,843)	ส่วนเปลี่ยนแปลงจากเงินหมุนเวียน	17,269	(11,400)	7,561	15,216
รายได้อื่น	5,091	4,314	1,000	1,000	อื่นๆ	21,944	40,683	1,579	(3,124)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(13,612)	(22,301)	11,686	13,375	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	53,134	35,112	37,215	42,256
ภาษีเงินได้	2,684	3,855	(2,337)	(2,675)					
กำไรก่อนรายการพิเศษ	(10,928)	(18,447)	9,349	10,700	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	14	(740)	200	200	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(2,221)	(281)	(521)	(1,000)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	115	(76)	(680)	(500)	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(24,009)	(16,029)	(25,000)	(25,000)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(25,653)	(21,884)	(37,166)	(34,647)
กำไรสุทธิ	(10,798)	(19,262)	10,069	11,600	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
การเติบโตของยอดขาย	-17.5%	0.0%	9.6%	2.9%	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(5,960)	6,753	10,000	(5,000)
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-134.8%	78.4%	-152.3%	15.2%	ลด จ่ายปันผล	(7,169)	(3,930)	(1,614)	(2,517)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.1%	13.9%	13.7%	13.6%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(28,910)	(14,545)	1,161	(12,517)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-2.0%	-3.6%	1.7%	1.9%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(1,429)	(1,317)	1,210	(4,908)
งบกำไรขาดทุนรายได้ไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
ยอดขาย	135,908	146,163	137,413	122,099	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	18,683	17,496	18,705	13,797
ต้นทุนขาย	(116,300)	(126,727)	(118,059)	(105,231)	ลูกหนี้การค้า	51,114	53,995	71,604	73,685
กำไรขั้นต้น	19,608	19,435	19,354	16,867	สินค้าคงเหลือ	96,657	92,855	112,746	139,949
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(14,428)	(20,187)	(14,157)	(12,635)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	20,427	19,112	20,511	21,933
ดอกเบี้ยจ่าย	(4,176)	(4,692)	(4,140)	(4,219)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	312,393	271,124	260,812	255,412
รายได้อื่น	1,490	1,717	1,082	(9)	สินทรัพย์รวม	590,132	541,552	544,298	561,553
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,940	(28,967)	2,282	2,444					
ภาษีเงินได้	(886)	6,309	(636)	(932)	เงินกู้ระยะสั้น	28,419	42,193	21,654	20,000
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,055	(22,658)	1,645	1,511	เจ้าหนี้การค้า	101,935	93,116	82,333	72,710
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(563)	(294)	80	(239)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	28,366	24,474	21,634	39,627
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	111	(289)	41	60	เงินกู้ระยะสั้น	46,426	57,612	27,863	25,050
กำไรสุทธิ	1,133	(22,996)	1,505	1,096	เงินกู้ระยะยาว	103,310	111,556	147,888	120,154
การเติบโตของยอดขาย (%) qoq	5.3%	7.5%	-6.0%	-11.1%	หนี้สินไม่หมุนเวียน	210,717	209,884	240,291	215,241
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	หนี้สินรวม	412,064	402,622	392,245	373,989
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	14.4%	13.3%	14.1%	13.8%	ทุนที่ชำระแล้ว	5,615	5,615	5,615	5,615
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	0.8%	-15.7%	1.1%	0.9%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	60,331	60,331	60,331	60,331
					กำไรสะสม	93,755	70,008	73,652	82,736
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	178,068	138,930	152,055	187,565
อัตราส่วนทางการเงิน					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	590,132	541,552	544,298	561,553
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.94	0.96	1.48	1.58	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	72.00	72.00	60.00	51.43	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	33.00	33.00	33.00	33.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	43.43	43.43	43.43	43.43	ส่วนต่างราคา 0.86*PTA : Asian (เหรียญ/ตัน)	73	100	110	115
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	83.61	83.61	83.61	83.61	ส่วนต่างราคา 0.86*PTA : West (เหรียญ/ตัน)	156	350	360	365
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.51	3.20	2.36	2.14	ส่วนต่างราคา PET : Asian (เหรียญ/ตัน)	88	170	180	185
Net Gearing	1.33	1.67	1.61	1.20	ส่วนต่างราคา PET : West (เหรียญ/ตัน)	211	330	340	345
ROAA	-1.8%	-3.5%	1.8%	2.4%	ส่วนต่างราคา MEG : US (เหรียญ/ตัน)	403	450	460	465
ROAE	-5.7%	-11.8%	6.0%	7.4%	ปริมาณการผลิต Combined PET (ล้านตัน/ปี)	8.89	9.00	9.50	10.00
					ปริมาณการผลิต IOD (ล้านตัน/ปี)	1.40	3.50	3.80	3.80
					ปริมาณการผลิต Fibers (ล้านตัน/ปี)	0.31	1.00	1.10	1.10
					ปริมาณขายรวม (ล้านตัน/ปี)	14.03	14.13	15.00	15.50
					Core EBITDA ต่อตัน	99	108	115	120

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส