

21 June 2023

Sector: Petrochemical

# Indorama Ventures

## Oxitenol สำคัญต่อกลยุทธ์ระยะยาว; กำไร 2Q23E พุ่งตัว QoQ

Bloomberg ticker	IVL TB
Recommendation	HOLD (maintained)
Current price	Bt35.25
Target price	Bt35.00 (maintained)
Upside/Downside	-1%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt43.28
Bloomberg consensus	Buy 13 / Hold 5 / Sell 2

<b>Stock data</b>	
Stock price 1-year high/low	Bt48.25 / Bt31.00
Market cap. (Bt mn)	197,913
Shares outstanding (mn)	5,615
Avg. daily turnover (Bt mn)	497
Free float	35%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

<b>Financial &amp; valuation highlights</b>				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	468,108	656,266	575,875	588,581
EBITDA	63,438	83,702	55,938	59,739
Net profit	26,288	31,006	18,395	20,902
EPS (Bt)	4.68	5.52	3.28	3.72
Growth	988.9%	17.9%	-40.7%	13.6%
Core EPS (Bt)	4.39	6.32	3.31	3.74
Growth	10,877.4	43.8%	-47.6%	13.2%
DPS (Bt)	1.00	1.60	0.81	0.92
Div. yield	2.8%	4.5%	2.3%	2.6%
PER (x)	7.5	6.4	10.8	9.5
Core PER (x)	8.0	5.6	10.7	9.4
EV/EBITDA (x)	6.2	5.0	7.1	6.4
PBV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9

<b>Bloomberg consensus</b>				
Net profit	26,288	31,006	20,932	25,135
EPS (Bt)	4.68	5.52	3.73	4.48



Source: Aspen

<b>Price performance</b>	1M	3M	6M	12M
Absolute	9.3%	4.4%	-11.3%	-26.2%
Relative to SET	7.9%	5.7%	-7.0%	-24.7%

<b>Major shareholders</b>	<b>Holding</b>
1. Indorama Resources Ltd.	62.43%
2. Bangkok Bank PCL	4.83%
3. Thai NVDR Co., Ltd.	4.81%

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 35.00 บาท อิง EV/EBITDA เป้าหมายที่ 7.0x (เทียบเท่า -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) เรามีมุมมองเชิงบวกต่อธุรกิจ Integrated Oxides and Derivatives (IOD) หลังได้ไปเยี่ยมชมโรงงานของ Oxitenol ที่ประเทศบราซิล โดยเราเชื่อว่า Oxitenol จะช่วยสร้างกำไรที่มั่นคงและไม่ผันผวน (ผลประกอบการ 2Q22-4Q22 คิดเป็น 9.4% ของ core EBITDA ทั้งหมดของ IVL ในปี 2022) เนื่องจากมีความอ่อนไหวของราคาสินค้าน้อยกว่าธุรกิจ Combined PET (CPET) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อแผนธุรกิจของ IVL ในระยะยาว อีกทั้ง บราซิลยังเป็นตลาดขนาดใหญ่ที่ยังมีศักยภาพในการเติบโตอีกมาก ในขณะที่ระยะสั้น เราประเมินกำไร 2Q23E ที่ 3.5 พันล้านบาท พุ่งตัวจาก 1.0 พันล้านบาทใน 1Q23 หนุนโดยปริมาณยอดขายของ ธุรกิจ CPET ที่สูงขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลและการเริ่มกำลังการผลิตใหม่ในอินเดีย (200 พันตันต่อปี (kta)) อย่างไรก็ตาม กำไรของธุรกิจ IOD มีแนวโน้มจะอ่อนตัวตาม MTBE spread ที่อ่อนตัว gasoline spread ที่ลดลง

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E/2024E ที่ 1.84/2.09 หมื่นล้านบาท โดยเราคาดว่ากำไรจะลดลง 41% YoY หลักๆจาก 1) Core EBITDA/ton ที่ปรับสู่ระดับปกติ และ 2) การรับรู้ผลขาดทุนสต็อก (inventory loss) ที่เป็นไปได้ ในขณะที่ ประเมินว่ากำไรจะสูงขึ้น 14% YoY ในปี 2024E ตามปริมาณยอดขายรวมที่ฟื้นตัว

ราคาหุ้น underperform SET -7% ใน 6 เดือน ตามแนวโน้ม Industry Integrated PET spread ที่อ่อนตัว ทั้งนี้ ราคาล่าสุดสะท้อน valuation ที่ 2023E EV/EBITDA 7.1x (ประมาณ -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่ากำไรจะเร่งตัวสูงขึ้นใน 2Q23E หนุนด้วยอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์ PET ที่สูงขึ้นในช่วงฤดูร้อนของประเทศตะวันตกและกำลังการผลิตใหม่ของธุรกิจ CPET ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยผลกระทบจาก MTBE spread ที่ลดลงได้

### Event: Company update

□ Oxitenol จะเป็นฟันเฟืองสำคัญสำหรับ IVL ในระยะยาว เราเชื่อว่าการเข้าซื้อ Oxitenol ไม่เพียงแต่จะช่วยสร้างรายได้ที่มีความมั่นคงให้กับธุรกิจ IOD อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับบริษัทอีกด้วย ซึ่งจะทำให้บริษัทมีกำไรที่มีความผันผวนน้อยลงเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์เดิมของ IOD ที่เป็นผลิตภัณฑ์กลางน้ำ ทั้งนี้ เราเชื่อด้วยว่า Oxitenol อยู่ในประเทศที่ใหญ่และมีศักยภาพในการเติบโตของตลาดผู้บริโภคสุดท้าย (end-consumer market) ในช่วง 3%-7% ในขณะเดียวกัน ด้วยอัตราการทำกำไรที่สูง (COMA margin: รายได้ลบด้วยต้นทุนผันแปร) ในช่วง 25%-45% เทียบกับ ผลิตภัณฑ์ surfactants แบบปกติที่อยู่ในช่วง 10%-20% เราเชื่อว่า COMA margin ของธุรกิจ IOD จะมีแนวโน้มที่สูงขึ้นในอนาคต

□ คาดกำไรฟื้นตัวต่อเนื่อง QoQ ใน 2Q23E แม้อาจจะลดลงจากฐานที่สูง YoY เราประเมินว่า IVL จะรายงานกำไรที่ 3.5 พันล้านบาท (-83% YoY, +239% QoQ) โดยลดลง YoY จากความสามารถในการทำกำไรที่ลดลง ขณะที่ ดีขึ้น QoQ ตามปริมาณขายที่ฟื้นตัว โดยเรามีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ปริมาณยอดขายจะอยู่ที่ 3.6mt (-5% YoY, +7% QoQ) 2) Core EBITDA จะอยู่ที่ USD105/ton (-47% YoY, +5% QoQ) และ 3) เราประเมิน inventory loss ที่ 500 ล้านบาท เทียบกับกำไร 6.7 พันล้านบาทใน 2Q22 และขาดทุน 1.4 พันล้านบาทใน 1Q23

### Implication

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E/2024E ที่ 1.84/2.09 หมื่นล้านบาท โดยเราคาดว่ากำไรจะลดลง 41% YoY หลักๆจาก 1) Core EBITDA/ton ที่ปรับสู่ระดับปกติ และ 2) การรับรู้ inventory loss ที่เป็นไปได้ ในขณะที่ ประเมินว่ากำไรจะสูงขึ้น 14% YoY ในปี 2024E ตามปริมาณยอดขายที่ฟื้นตัว

### Valuation/Catalyst/Risk

คงราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 35.00 บาท อิง EV/EBITDA เป้าหมายที่ 7.0x (เทียบเท่า -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่ากำไรจะเร่งตัวสูงขึ้นใน 2Q23E หนุนด้วยอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์ PET ที่สูงขึ้นในช่วงฤดูร้อนของประเทศตะวันตกและกำลังการผลิตใหม่ของธุรกิจ CPET

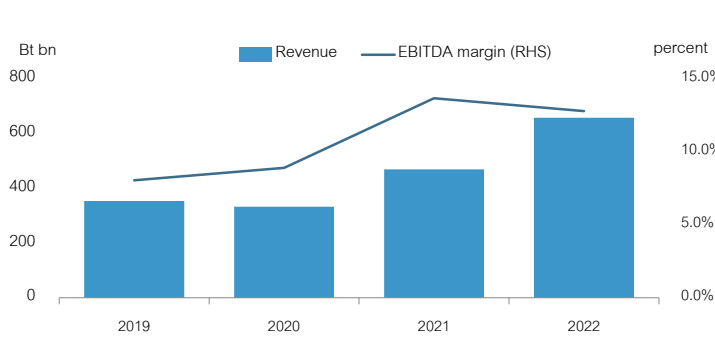
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

□ กำลังปรับเปลี่ยนเข้าไปสู่ธุรกิจ Specialty surfactants

เราเชื่อว่าการเข้าซื้อ Oxiteno ไม่เพียงแต่จะช่วยสร้างรายได้ที่มีความมั่นคงให้กับธุรกิจ IOD อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับบริษัทอีกด้วย เนื่องด้วยธรรมชาติของผลิตภัณฑ์ของ Oxiteno ที่ต้องอาศัยนวัตกรรมใหม่ซึ่งมาจากการทำวิจัยและพัฒนา (R&D) เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้า ทำให้บริษัทสามารถที่จะสร้างอัตราการกำไรที่สูงบนผลิตภัณฑ์ปลายน้ำที่เป็น HVA และ specialty surfactants ได้ เทียบกับผลิตภัณฑ์เดิมของ IOD ที่เป็นผลิตภัณฑ์กลางน้ำ (เช่น MEG, MTBE) ซึ่งมีธรรมชาติเป็น commodity มากกว่า ทั้งนี้ IVL ตั้งเป้าว่าผลิตภัณฑ์เหล่านี้จะมี COMA margin อยู่ในช่วง 25%-45% เทียบกับ ผลิตภัณฑ์ surfactants แบบปกติที่อยู่ในช่วง 10%-20%

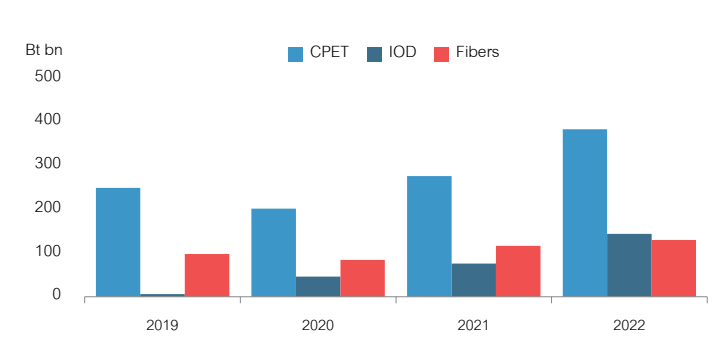
หลังจากรวมผลประกอบการของ Oxiteno ตั้งแต่เดือน เม.ย.2022 IVL รายงานรายได้รวมและ EBITDA ในปี 2022 ที่ 6.56 แสนล้านบาท (+40% YoY) และ 8.38 หมื่นล้านบาท (+31% YoY) ตามลำดับ โดยธุรกิจ IOD มี EBITDA สูงขึ้น +108% YoY เป็น 2.33 หมื่นล้านบาทและคิดเป็น 32% ของ EBITDA ทั้งหมด ในขณะที่ EBITDA margin ของธุรกิจ IOD ก็เพิ่มขึ้นเป็น 16.3% ในปี 2022 จากเดิม 14.8% ในปี 2021 นอกจากนี้ IVL รายงาน Oxiteno สามารถสร้าง core EBITDA ได้ USD215mn ในปี 2022 หรือคิดเป็น 9.4% ของ core EBITDA ทั้งหมดของบริษัท

Fig 1: Revenue and EBITDA margin trend



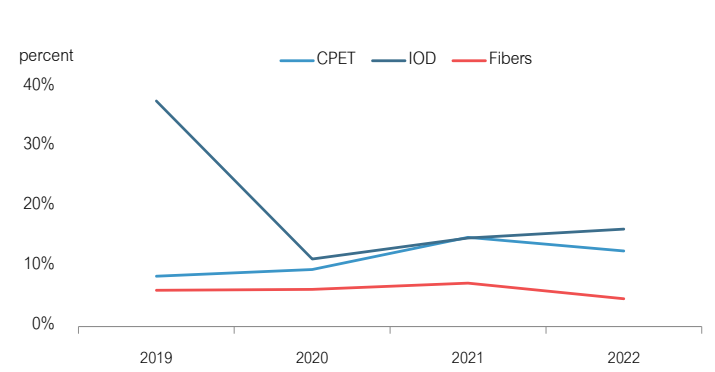
Source: Company, DAOL

Fig 2: Revenue trend (by business)



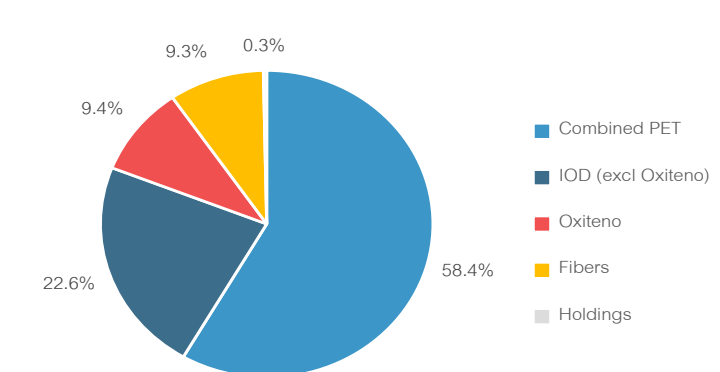
Source: Company, DAOL

Fig 3: EBITDA margin trend (by business)



Source: Company, DAOL

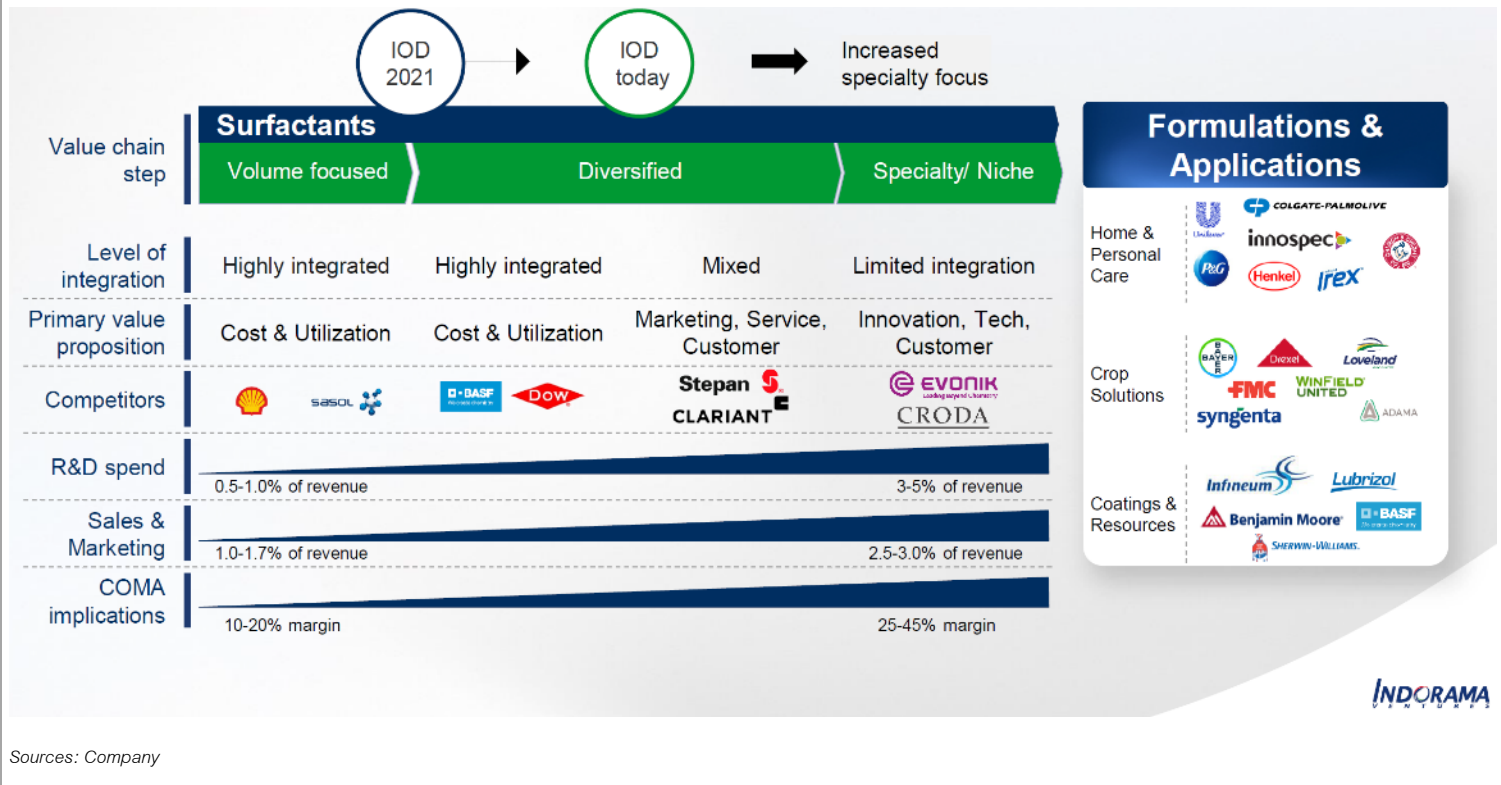
Fig 4: Core EBITDA breakdown (as of 2022)



Source: Company, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 2

Fig 5: Transition into a specialty surfactants business

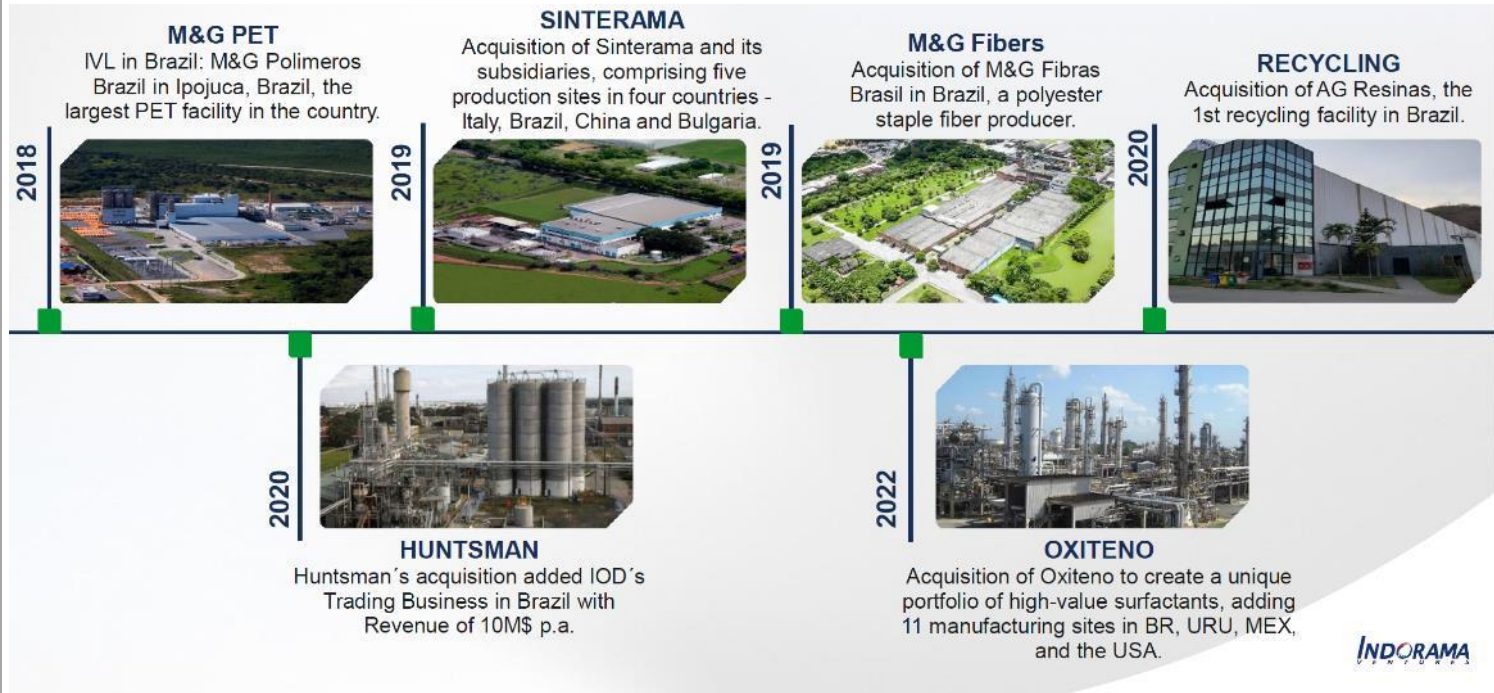


□ **จีซอร์ที่เข้ามาเติมเต็มธุรกิจในประเทศไทยที่เติบโต 3%-7%**

เราขอแจ้งว่าการเข้าซื้อบริษัท Oxiteno ในปี 2022 เป็นการเสริมความแข็งแกร่งให้ธุรกิจในประเทศไทยของ IVL ซึ่งเริ่มเข้าไปทำธุรกิจในบราซิลตั้งแต่ปี 2018 โดยการเข้าซื้อบริษัท M&G PET (ผู้ผลิต PET รายใหญ่ที่สุดในประเทศบราซิล) ก่อนที่ในปี 2020 IVL จะเข้าซื้อบริษัท Huntsman (ผู้เล่นรายใหญ่ในตลาด Ethylene Oxide (EO) และ Propylene Oxide (PO)) ทั้งนี้ ด้วยกำลังการผลิตรวมของ Oxiteno ที่ 1.8 พันตัน (kt) ทำให้กำลังการผลิตรวมที่ผลิตได้รายปี (annualized effective capacity) ของ IOD ในปัจจุบันอยู่ที่ 4.1kt ทั้งนี้ ธุรกิจ IOD รายงานรายได้ที่ USD4.2bn และ EBITDA margin ที่ 17% ในปี 2022

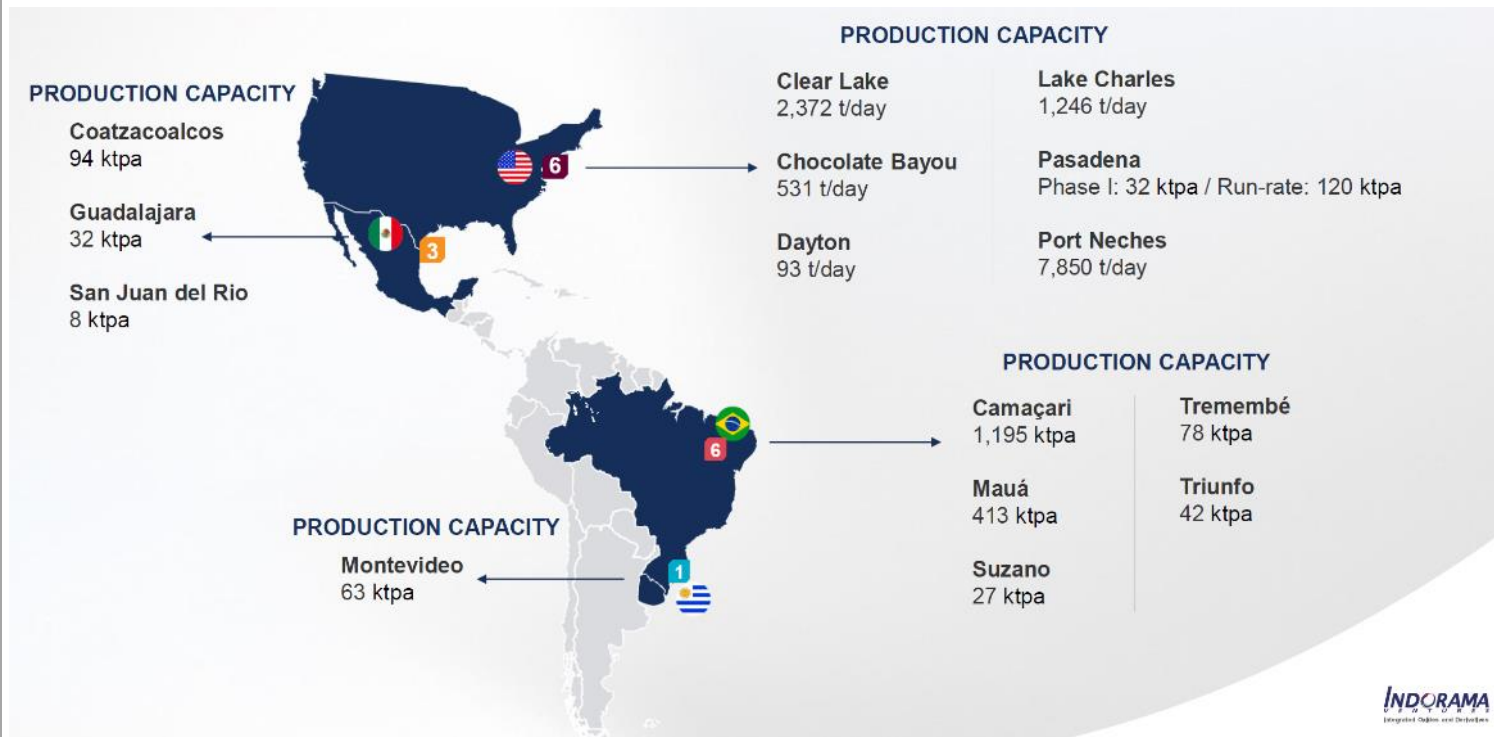
เราเชื่อว่า Oxiteno อยู่ในธุรกิจที่มีศักยภาพในการเติบโตในอนาคตที่ดี โดยจากการประเมินของ IVL end-consumer market ที่ผลิตภัณฑ์ IOD มีส่วนเกี่ยวข้อง มีขนาดและการเติบโตดังนี้ 1) ตลาด Home and personal care (HPC) (เช่น น้ำยาล้างจาน, ผงซักฟอก, น้ำยาทำความสะอาดพื้นผิว, ผลิตภัณฑ์ดูแลร่างกายและผม, เครื่องสำอาง) มีขนาด USD28bn และการเติบโต 7% 2) ตลาด Coatings and Resources (เช่น สี, ผลิตภัณฑ์เคลือบผิว, การเจาะ, การเพิ่มการกักเก็บน้ำมัน) มีขนาด USD4bn และการเติบโต 4% และ 3) ตลาด Crop solutions (เช่น สารเสริม, สารช่วยให้ออกฤทธิ์) มีขนาด USD1.4bn และการเติบโต 3%

Fig 6: IVL's journey in Brazil



Sources: Company

Fig 7: IOD production capacity in Americas



Sources: Company

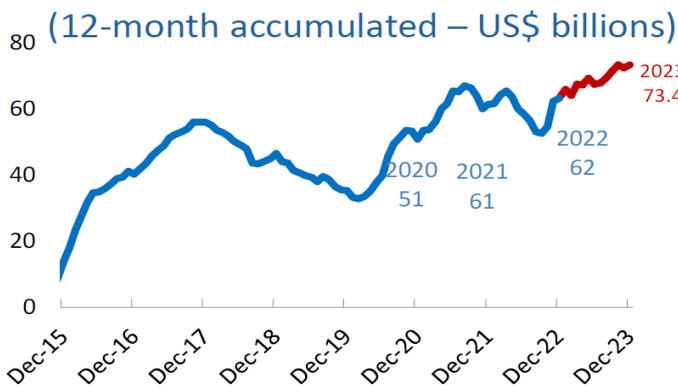
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **4**

□ บราซิลมีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่พึ่งพาตัวเองได้

บราซิลเป็นประเทศที่มีประชากรสูงสุดลำดับที่ 7 ของโลก (214 ล้านคนในปี 2022) และมีขนาดผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ (GDP) ใหญ่เป็นลำดับที่ 11 ของโลก (USD1.9tn) นอกจากนี้ เนื่องจากทรัพยากรธรรมชาติที่อุดมสมบูรณ์ ทำให้บราซิลเป็นประเทศผู้ผลิตและส่งออกสำคัญของโลกสำหรับของสินค้าเกษตร ตั้งแต่ ส้ม ถั่วเหลือง กาแฟ มันสำปะหลัง ข้าวโพด รวมถึงสินแร่เหล็ก (iron ore) (เช่น ทอง ทองแดง อะลูมิเนียม และอื่นๆ) นอกจากนี้ บราซิลยังเป็นประเทศผู้ผลิตน้ำมันใหญ่อันดับ 9 ของโลก ทั้งนี้ ดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจของบราซิลได้ปรับตัวดีขึ้นอย่างสม่ำเสมอตั้งแต่มีการระบาดของ COVID-19 โดยในปี 2022 หน่วยงาน Brazilian Institute of Geography and Statistics (IBGE) รายงาน 1) ดุลการการค้า (trade balance) ที่ USD62bn (และถูกคาดการณ์ว่าจะสูงขึ้นเป็น USD73.4bn ในปี 2023E) 2) อัตราการว่างงาน (unemployment rate) ลดลงมาอยู่ระดับ 8.5% ณ สิ้นเดือน เม.ย.2023 (เทียบกับ ประมาณ 15% ในช่วงการระบาดของ COVID-19) 3) อัตราหนี้สาธารณะต่อ GDP (public gross debt to GDP ratio) ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 73.2% ณ สิ้นเดือน เม.ย.2023 (เทียบกับ สูงกว่า 90% ในช่วงการระบาดของ COVID-19) และ 4) ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (Core CPI index) ปรับตัวลงมาอยู่ที่ 6.7% หลังจาก ขึ้นไปแตะระดับประมาณ 10% ในปี 2022 หลังมีวิกฤตพลังงานโลก

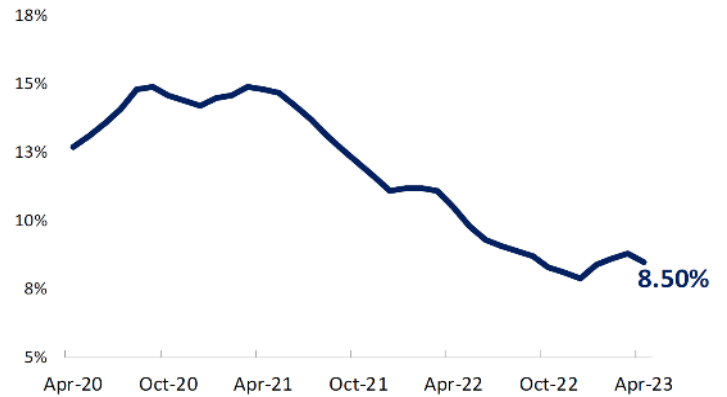
บราซิลรายงานการเติบโตของ GDP ที่ 1.9% ใน 1Q23 ซึ่งหลักๆเป็นผลจากภาคการเกษตรที่เติบโต 21.6% ในขณะที่ ภาคบริการเติบโตเล็กน้อย 0.6% ส่วนภาคอุตสาหกรรมหดตัว 0.1% ทั้งนี้ โดยปกติแล้ว ภาคบริการ คิดเป็นสัดส่วนใหญ่ที่สุดของ GDP (ประมาณ 68% ในปี 2022) ตามด้วย ภาคอุตสาหกรรม (24%) และ ภาคการเกษตร (8%) ทั้งนี้ บริษัทที่ปรึกษา MB Associados ได้ประเมินอัตราการเติบโตของบราซิลที่ 2.1% ในปี 2023E และ 2.0% ในปี 2024E

Fig 8: Brazil's trade balance



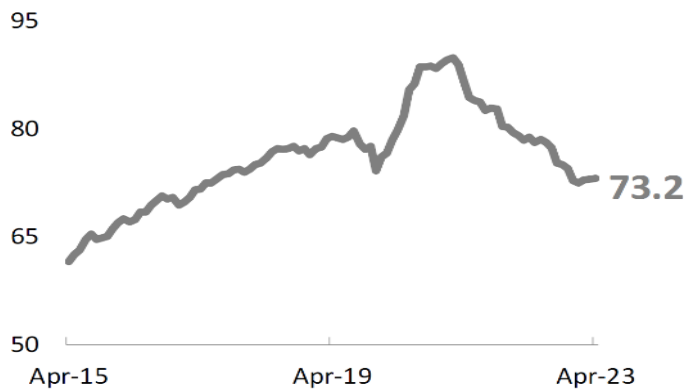
Source: IBGE, MB Associados, DAOL

Fig 9: Brazil's unemployment rate has been falling



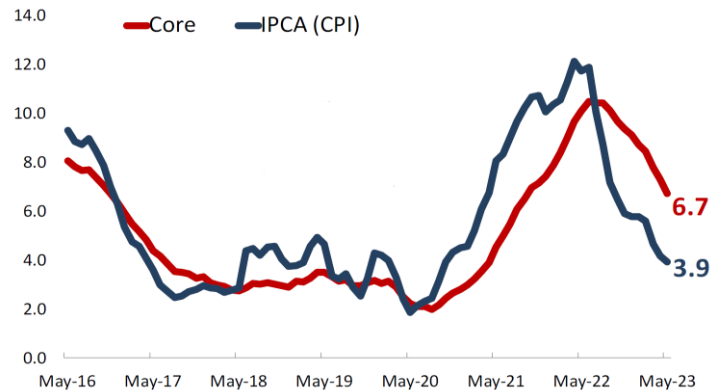
Source: IBGE, MB Associados, DAOL

Fig 10: Public gross debt to GDP ratio



Source: Brazil's central bank, MB Associados, DAOL

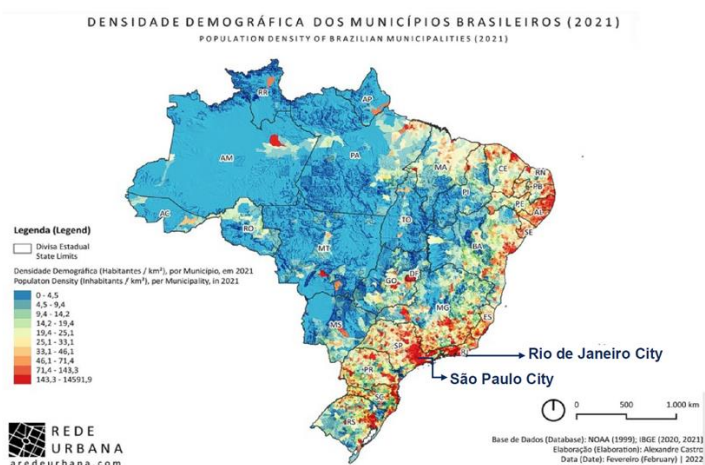
Fig 11: Core CPI/CPI trend



Source: Brazil's central bank, MB Associados, DAOL

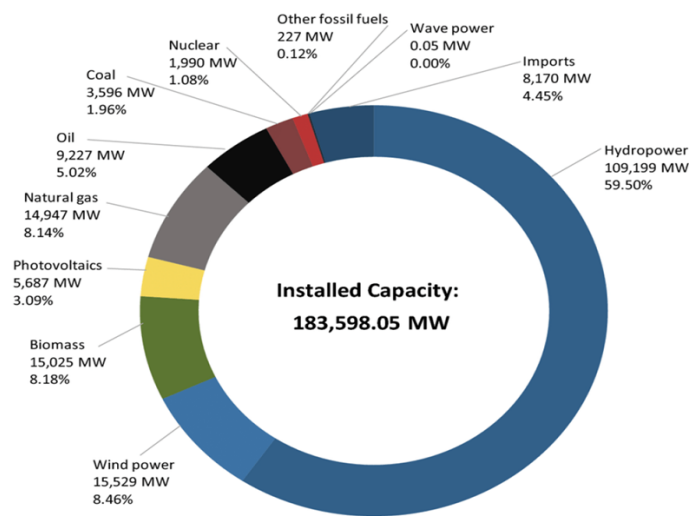
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5

Fig 12: Brazil's demography



Source: MB Associados, DAOL

Fig 13: Brazil's electricity generation installed capacity



Source: ANEEL, MB Associados, DAOL

□ กำไรมีแนวโน้มดีขึ้น QoQ ใน 2Q23E

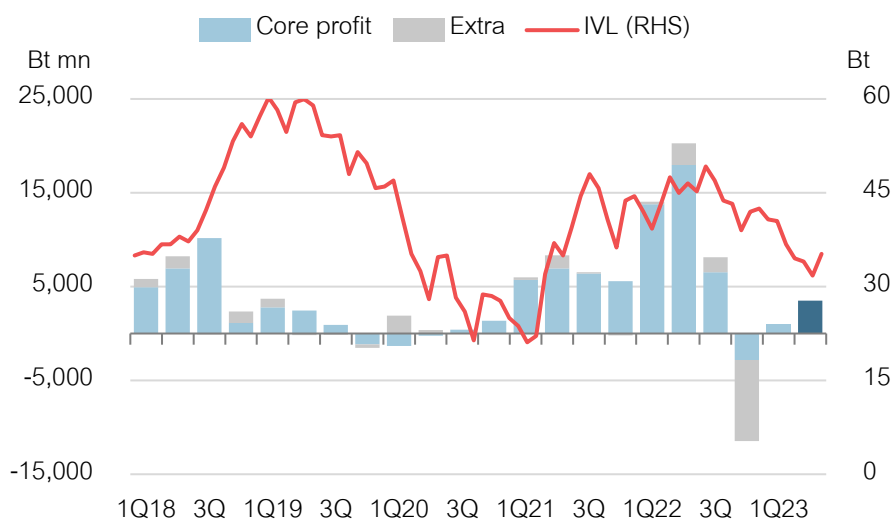
เราประเมินว่า IVL จะรายงานกำไรที่ 3.5 พันล้านบาท (-83% YoY, +239% QoQ) โดยลดลง YoY จากความสามารถในการทำกำไรที่ลดลง ขณะที่ ดีขึ้น QoQ ตามปริมาณขายที่ฟื้นตัว โดยเรามีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ปริมาณยอดขายจะอยู่ที่ 3.6mt (-5% YoY, +7% QoQ) ลดลงจากฐานที่สูง YoY แต่ดีขึ้น QoQ ตามอุปสงค์ที่ฟื้นตัวของผลิตภัณฑ์ CPET ที่สูงขึ้นในช่วงฤดูร้อนของประเทศตะวันตก และการเริ่มกำลังการผลิตใหม่ในอินเดีย (200kta) 2) Core EBITDA จะอยู่ที่ USD105/ton (-47% YoY, +5% QoQ) โดยลดลง YoY ตามแนวโน้ม Industry Integrated PET spread ที่ปรับสู่ระดับปกติแต่ฟื้นตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล และ 3) เราประเมิน inventory loss ที่ 500 ล้านบาท เทียบกับ กำไร 6.7 พันล้านบาทใน 2Q22 และขาดทุน 1.4 พันล้านบาทใน 1Q23

Fig 14: 2Q23E earnings preview

(Bt mn, end-Dec)	2Q23E	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23E	1H22	YoY	2023E	2022	YoY
Revenues	145,420	186,741	-22.1%	136,579	6.5%	281,998	333,698	-15.5%	575,875	656,266	-12.2%
COGS	(125,055)	(144,414)	13.4%	(120,076)	-4.1%	(245,131)	(258,089)	5.0%	(489,596)	(544,321)	10.1%
Gross profit	20,365	42,327	-51.9%	16,503	23.4%	36,867	75,610	-51.2%	86,279	111,945	-22.9%
SG&A	(14,280)	(17,995)	20.6%	(14,086)	-1.4%	(28,366)	(31,940)	11.2%	(57,224)	(62,895)	9.0%
EBITDA	12,448	34,585	-64.0%	10,208	21.9%	22,656	60,526	-62.6%	55,938	83,702	-33.2%
Other inc./exps	873	1,546	-43.6%	1,292	-32.4%	2,164	2,358	-8.2%	3,927	5,093	-22.9%
Interest expenses	(2,853)	(2,327)	-22.6%	(3,460)	17.6%	(6,313)	(4,187)	-50.8%	(12,024)	(10,495)	-14.6%
Income tax	(710)	(4,381)	83.8%	625	-213.7%	(85)	(7,619)	98.9%	(2,933)	(5,774)	49.2%
Core profit	3,510	17,960	-80.5%	1,068	228.8%	4,578	31,755	-85.6%	18,571	35,474	-47.6%
Net profit	3,467	20,278	-82.9%	1,023	238.8%	4,490	34,348	-86.9%	18,395	31,006	-40.7%
EPS (Bt)	0.62	3.61	-82.9%	0.18	238.8%	0.80	6.12	-86.9%	3.28	5.52	-40.7%
Gross margin	14.0%	22.7%		12.1%		13.1%	22.7%		15.0%	17.1%	
EBITDA margin	8.6%	18.5%		7.5%		8.0%	18.1%		9.7%	12.8%	
Net margin	2.4%	10.9%		0.7%		1.6%	10.3%		3.2%	4.7%	

Source: DAOL

Fig 15: IVL share price vs profits



Source: DAOL

## Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	146,957	186,741	178,782	143,786	136,579
Cost of sales	(113,674)	(144,414)	(151,832)	(134,401)	(120,076)
Gross profit	33,283	42,327	26,950	9,386	16,503
SG&A	(13,945)	(17,995)	(16,788)	(14,167)	(14,086)
EBITDA	25,941	34,585	19,349	3,827	10,208
Finance costs	(1,860)	(2,327)	(3,016)	(3,293)	(3,460)
Core profit	13,795	17,960	6,527	(2,808)	1,068
Net profit	14,070	20,278	8,137	(11,479)	1,023
EPS	2.51	3.61	1.45	(2.04)	0.18
Gross margin	22.6%	22.7%	15.1%	6.5%	12.1%
EBITDA margin	17.7%	18.5%	10.8%	2.7%	7.5%
Net profit margin	9.6%	10.9%	4.6%	-8.0%	0.7%

## Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	18,949	16,215	21,211	11,887	12,476
Accounts receivable	35,391	56,466	58,288	49,708	50,805
Inventories	53,938	88,979	115,872	100,602	102,192
Other current assets	11,557	15,198	20,336	18,932	19,345
<b>Total cur. assets</b>	<b>119,835</b>	<b>176,859</b>	<b>215,708</b>	<b>181,129</b>	<b>184,817</b>
Investments	5,422	4,586	10,751	9,895	10,113
Fixed assets	264,291	291,677	320,630	328,999	329,910
Other assets	63,624	68,706	76,790	67,383	68,870
<b>Total assets</b>	<b>453,172</b>	<b>541,828</b>	<b>623,878</b>	<b>587,406</b>	<b>593,710</b>
Short-term loans	37,229	43,990	65,025	64,685	35,757
Accounts payable	57,783	90,265	106,721	93,895	95,379
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	22,150	26,866	30,455	27,059	27,656
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>117,161</b>	<b>161,121</b>	<b>202,200</b>	<b>185,640</b>	<b>158,792</b>
Long-term debt	164,073	169,893	178,388	148,623	160,891
Other LT liabilities	36,329	39,811	42,404	39,160	40,023
<b>Total LT liabilities</b>	<b>200,402</b>	<b>209,704</b>	<b>220,793</b>	<b>187,782</b>	<b>200,915</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>317,564</b>	<b>370,825</b>	<b>422,993</b>	<b>373,422</b>	<b>359,707</b>
Registered capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Retained earnings	67,561	88,492	111,997	125,839	141,567
Others	(15,805)	(7,904)	(6,849)	(3,907)	(8,452)
Minority interests	8,953	12,235	14,896	13,053	17,471
<b>Shares' equity</b>	<b>126,655</b>	<b>158,769</b>	<b>185,990</b>	<b>200,931</b>	<b>216,532</b>

## Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	2,414	26,288	31,006	18,395	20,902
Depreciation	20,487	21,737	25,721	25,636	26,289
Chg in working capital	14,887	(22,560)	(13,808)	9,034	(1,019)
Others	(7,809)	(1,600)	(5,491)	6,162	(623)
<b>CF from operations</b>	<b>29,980</b>	<b>23,865</b>	<b>37,429</b>	<b>59,226</b>	<b>45,550</b>
Capital expenditure	(68,736)	(48,923)	(57,967)	(34,005)	(27,200)
Others	681	836	(6,164)	856	(218)
<b>CF from investing</b>	<b>(68,055)</b>	<b>(48,087)</b>	<b>(64,131)</b>	<b>(33,149)</b>	<b>(27,418)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(38,076)</b>	<b>(24,222)</b>	<b>(26,702)</b>	<b>26,077</b>	<b>18,131</b>
Net borrowings	55,170	12,581	29,530	(30,105)	(16,660)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,930)	(5,193)	(8,141)	(4,553)	(5,173)
Others	(303)	14,464	6,378	(744)	4,291
<b>CF from financing</b>	<b>50,938</b>	<b>21,851</b>	<b>27,766</b>	<b>(35,401)</b>	<b>(17,542)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>12,862</b>	<b>(2,370)</b>	<b>1,064</b>	<b>(9,324)</b>	<b>589</b>

## Forward EV/EBITDA band



## Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	331,513	468,108	656,266	575,875	588,581
Cost of sales	(287,803)	(383,128)	(544,321)	(489,596)	(497,332)
<b>Gross profit</b>	<b>43,710</b>	<b>84,980</b>	<b>111,945</b>	<b>86,279</b>	<b>91,248</b>
SG&A	(39,092)	(47,343)	(62,895)	(57,224)	(57,799)
<b>EBITDA</b>	<b>29,383</b>	<b>63,438</b>	<b>83,702</b>	<b>55,938</b>	<b>59,739</b>
Depre. & amortization	20,487	21,737	25,721	25,636	26,289
Equity income	143	160	(23)	20	59
Other income	2,281	2,662	6,081	4,359	3,826
<b>EBIT</b>	<b>4,618</b>	<b>37,637</b>	<b>49,050</b>	<b>29,055</b>	<b>33,450</b>
Finance costs	(7,674)	(7,121)	(10,495)	(12,024)	(10,249)
Income taxes	1,243	(6,703)	(5,774)	(2,933)	(4,594)
<b>Net profit before MI</b>	<b>2,800</b>	<b>28,254</b>	<b>34,330</b>	<b>18,300</b>	<b>22,373</b>
Minority interest	(386)	(1,966)	(3,324)	95	(1,471)
<b>Core profit</b>	<b>225</b>	<b>24,670</b>	<b>35,474</b>	<b>18,571</b>	<b>21,019</b>
Extraordinary items	2,190	1,618	(4,468)	(176)	(118)
<b>Net profit</b>	<b>2,414</b>	<b>26,288</b>	<b>31,006</b>	<b>18,395</b>	<b>20,902</b>

## Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	-6.0%	41.2%	40.2%	-12.2%	2.2%
EBITDA	1.6%	115.9%	31.9%	-33.2%	6.8%
Net profit	-54.0%	988.9%	17.9%	-40.7%	13.6%
Core profit	-95.5%	10,877.4%	43.8%	-47.6%	13.2%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	13.2%	18.2%	17.1%	15.0%	15.5%
EBITDA margin	8.9%	13.6%	12.8%	9.7%	10.1%
Core profit margin	0.1%	5.3%	5.4%	3.2%	3.6%
Net profit margin	0.7%	5.6%	4.7%	3.2%	3.6%
ROA	0.5%	4.9%	5.0%	3.1%	3.5%
ROE	1.9%	16.6%	16.7%	9.2%	9.7%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	2.51	2.34	2.27	1.86	1.66
Net D/E (x)	1.43	1.22	1.07	0.88	0.87
Interest coverage ratio	0.60	5.29	4.67	2.42	3.26
Current ratio (x)	1.02	1.10	1.07	0.98	1.16
Quick ratio (x)	0.46	0.45	0.39	0.33	0.40
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.43	4.68	5.52	3.28	3.72
Core EPS	0.04	4.39	6.32	3.31	3.74
Book value	22.56	28.28	33.13	35.79	38.57
Dividend	0.70	1.00	1.60	0.81	0.92
<b>Valuation (x)</b>					
PER	n.m.	7.53	6.38	10.76	9.47
Core PER	n.m.	8.02	5.58	10.66	9.42
P/BV	1.56	1.25	1.06	0.98	0.91
EV/EBITDA	n.m.	6.24	5.02	7.14	6.40
Dividend yield	2.0%	2.8%	4.5%	2.3%	2.6%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **8**



Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **10**