

### IVL : บมจ.อินโดรามา เวนเจอร์ส IOD ดีต่อใจ

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” IVL แม้ผลการดำเนินงานปี 2023 คาดจะลดลงมาก แต่เป็นสิ่งที่อยู่ในการคาดการณ์ของตลาดอยู่แล้ว อีกทั้งคาดการณ์ดำเนินงานกำลังจะผ่านช่วงต่ำสุดในครั้งแรกของปี และคาดช่วงครึ่งปีหลัง จะดีขึ้นทั้งจากสถานการณ์ Destocking ทอยยสิ้นสุดลง และกลุ่ม IOD (ซึ่งใช้ใน กลุ่ม HPC, Coating และ Crop) จะมาต่อยอดการเติบโตของกำไรให้ดีขึ้นจากความผันผวนของราคาจะน้อยกว่าธุรกิจเดิม และยังเป็นกลุ่มที่มีอัตราเติบโตเฉลี่ยดีกว่าด้วยที่ 3-7% ต่อปี

**คาดกำไรปี 2023 จะหดตัวเพราะฐานสูงมากปีก่อน :** เราคาดกำไรปี 2023 จะกลับมาลดลงถึง -59% y-y ที่ 12,770 ลบ. เนื่องจาก 2 ปีก่อนมีปัจจัยหนุนให้การดำเนินงานดีผิดปกติ ทั้งค่าระวางเรือที่สูงทำให้การขายของบริษัทมีความได้เปรียบเทียบกับการนำเข้า และราคาน้ำมันที่สูงทำให้ได้เปรียบจากการใช้ shale gas แต่ปีนี้คาดสถานการณ์กลับสู่ภาวะปกติทำให้สเปรดคาดจะกลับสู่ภาวะปกติ แต่จะได้ตัวช่วยจากราคาพลังงานที่ลดลง ซึ่งการที่เงินเฟ้อตัวช้ากว่าคาด ทำให้เรคาดปริมาณขายอาจลดลงเล็กน้อย แม้อาจได้ส่วนเพิ่มจาก IOD เข้ามา แต่ชดเชยได้ไม่ทั้งหมด

**มูลค่าเหมาะสม 38.0 บาท/ หุ้น :** เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี P/B เฉลี่ยย้อนหลัง 7 ปีที่ 1.4 เท่า แต่เราให้ส่วนลดอีก 14% เป็น P/BV 1.2 เท่า เพื่อความอนุรักษ์นิยม ทำให้ราคาเหมาะสมปีนี้อยู่ที่ 38.00 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายบน P/B เพียง 1.1 เท่า มีส่วนลดจากการซื้อขายในอดีต 27% เราเชื่อว่า หากเศรษฐกิจโลกกลับมาฟื้นตัว IVL จะเป็นหนึ่งในหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการขยายกำลังการผลิตไว้ก่อนหน้า

**ความเสี่ยง :** 1) เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ส่งผลต่อกำลังซื้อหดตัวตามจากสินค้าส่วนใหญ่จะใช้ในชีวิตประจำวัน 2) ความผันผวนของราคาผลิตภัณฑ์ที่ส่งผลต่อสเปรดให้หดตัว 3) การลงทุนใหม่ ๆ ในต่างประเทศอาจมีปัญหาด้านการผลิต โดย EBITDA ที่เปลี่ยนไปทุกๆ 100 ล้านเหรียญ จะกระทบกำไร 18%

นารี อภิเสวตกานต์  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #17971  
naree.a@liberator.co.th

### IVL BUY Rating

TP 23E From n.a. **THB38.00**

method P/B 1.2x

Closing price THB34.50  
Upside/Downside +10.1%

CG report **★★★★★**  
CAC Declared  
ESG score by ESG Book 51.19  
source : settrade

### ย่อก่อน พร้อมกลับมา

“คาดกำไรกำลังจะผ่านจุดต่ำสุดในครึ่งปีแรก และกลับมาฟื้นตัวในครึ่งปีหลัง แต่การที่เงินเฟ้อตัวช้ากว่าคาดทำให้ตลาดอาจมีการปรับลดประมาณการลง อย่างไรก็ตาม เราคาดหากทุกอย่างคลี่คลายกำไรจะกลับมาฟื้นตัวแข็งแกร่ง ประกอบกับการขยายไปกลุ่ม IOD จะเป็นการต่อยอดการเติบโตจากธุรกิจเดิมอีกทาง ราคาแถวนี้ซื้อขายบน P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ถือเป็นตัวเลือกต้นๆกลุ่ม Global play เหมาะสำหรับนักลงทุนที่ชอบหาหุ้น valuation ไม่แพงเพื่อการลงทุนระยะยาว”

### KEY FINANCIALS

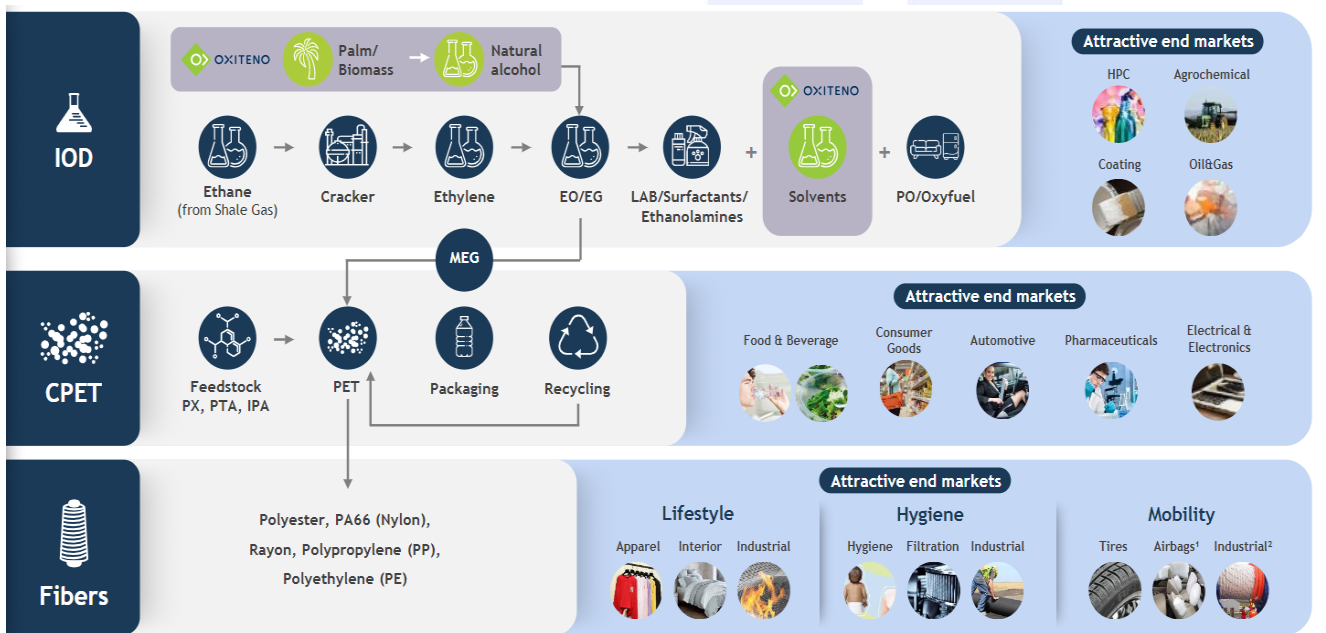
FYE Dec	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue (THBm)	468,108	656,266	596,851	612,768
Net Profit (THBm)	26,288	31,006	12,770	17,193
EPS (THB)	4.55	5.39	2.41	3.20
P/E (x)	7.6	6.4	14.3	10.8
BVPS (THB)	27.80	33.12	34.31	36.39
P/B (x)	1.2	1.0	1.0	0.9
DPS (THB)	1.00	1.60	1.00	1.60
Dividend Yield (%)	2.9	4.6	2.9	4.6
Debt/Equity (x)	2.2	2.1	1.9	1.9
ROE (%)	15.4	15.4	6.2	7.8

Source: Company, LIB Research estimates

**การประกอบธุรกิจ :** บริษัทก่อตั้งปี 1994 โดยเริ่มต้นเป็นผู้ผลิตเส้นด้ายจากขนสัตว์รายแรกของไทย ต่อมาปี 1995 เริ่มดำเนินธุรกิจด้านปิโตรเคมีโดยเน้นอุตสาหกรรมต่อเนื่องของโพลีเอสเตอร์ และตั้งโรงงานผลิตเม็ดพลาสติก PET มีส่วนแบ่งทางการตลาดทั่วโลก 18%

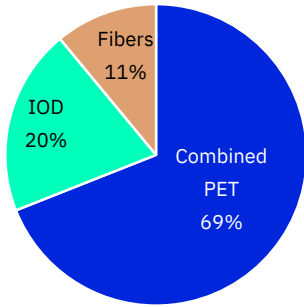
ในปี 2012 ขยายฐานเข้าสู่ธุรกิจ Integrated Oxides and Derivatives (IOD) โดยเริ่มลงทุนในกลุ่ม MEG, PEO และเข้าซื้อโรงงานผลิตเอทิลีน, ซื้อกิจการ IVOX ซึ่งผลิต EO และ PO เพื่อให้ครบธุรกิจปลายน้ำในผลิตภัณฑ์ Surfactants (ของใช้ส่วนตัวและครัวเรือน) และ Propylene Oxides (ฉนวนกันความร้อนและโฟม) รวมถึงเข้าซื้อ Oxiteno ซึ่งเป็นผู้ผลิตสารลดแรงตึงผิว เพื่อรองรับตลาดละตินอเมริกา และ ธุรกิจ Fibers เพื่อรองรับ 3 กลุ่มหลักคือ Mobility, Hygiene และ Lifestyle

### รูปที่ 1 : 3 ธุรกิจหลักของบริษัทตั้งแต่ต้นไปจนถึงปลายทาง

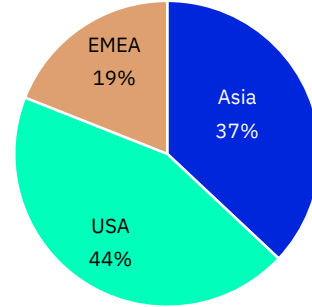


ที่มา : Company report

**โครงสร้างรายได้ :** ประกอบด้วย 3 ส่วนคือ PET, IOD และ Fibers โดย 25 ปีที่ผ่านมา IVL ขยายกิจการและกำลังการผลิตด้วยการเข้าซื้อธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 10 เท่าตัว โดยช่วงเริ่มต้นจะเน้นขยายฐานในกลุ่ม CPET เป็นหลักจนทำให้ปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ผลิตเม็ดพลาสติก PET รายใหญ่ที่สุดของโลก จากนั้นจึงไปเน้นขยายฐานรายได้สู่ธุรกิจอื่น โดยเฉพาะกลุ่มสินค้ามูลค่าเพิ่มทำให้ 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทรุกเข้าสู่ธุรกิจ IOD ด้วยการเข้าซื้อ Huntsman และ Oxiteno ทำให้บริษัท สามารถขยายตลาดทั้งในอเมริกาเหนือ และอเมริกาใต้เพิ่มจากเดิมที่จะเน้นในเอเชีย

**รูปที่ 2: โครงสร้างรายได้ตามสินค้าใน 1Q23**


ที่มา : Company report

**รูปที่ 3: โครงสร้างรายได้ตามภูมิภาคใน 1Q23**


ที่มา : Company report

**ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา :**

**ปี 2020** กำไรหดเหลือ 2,414 ลบ. -54% y-y แม้ปริมาณขายรวมจะเพิ่มเป็น 14.1 ล้านตัน แต่ผลกระทบของ Covid-19 ทำให้อุปสงค์ที่เกี่ยวข้องกับโพลีเอสเตอร์เลหดตัวไปด้วย ทำให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จึงหดตัวแรง ทำให้กลุ่ม PET แม้ปริมาณขายเพิ่มจากความต้องการกลุ่มบรรจุภัณฑ์และขวด แต่อุปสงค์กลุ่มโพลีเอสเตอร์ที่หดตัว จึงทำให้หน่วย PTA หดตัว ส่วนกลุ่ม IOD ได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน ทำให้กระทบอุปสงค์ MEG ไปด้วยอีกทั้งยังได้รับผลกระทบจากการปิดซ่อมบำรุง และผลของพายุเฮอริเคนต่อสายการผลิต ส่วนกลุ่ม Fibers แม้ว่ากลุ่ม Hygiene จะดีจาก Covid-19 แต่ Mobility และ Lifestyle ยังได้รับผลจากอุปสงค์ที่หดตัวจากการล็อกดาวน์

**ปี 2021** กำไรโตได้แบบก้าวกระโดดเพิ่มขึ้น 10 เท่าตัวจาก 3 ธุรกิจหลักที่ดีขึ้น โดยเฉพาะ IOD ดีจากต้นน้ำ และปลายน้ำจากราคาเอทิลีนที่ดี ขณะที่ปลายน้ำ ดีจากอุปสงค์แข็งแรงแรง ส่วนกลางน้ำอย่าง MEG และ MTBE ยังไม่ดี

Combined PET (CPET) แม้อาจได้รับผลกระทบจากราคาพลังงานที่เพิ่มขึ้น แต่การเพิ่มขึ้นของราคาขายในประเทศก็ยังดีกว่าราคานำเข้าจากค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น ทำให้สามารถชดเชยต้นทุนพลังงานที่เพิ่มได้บางส่วน

ส่วนธุรกิจ Fibers ยังได้รับผลจากปัญหาการขาดแคลนเซมิคอนดักเตอร์ แต่ Lifestyle ได้ผลบวกจากอุปสงค์ฟื้นตัวหลัง Covid-19 จากอินเดียและบราซิล

**ปี 2022** กำไรเดินหน้าทำ new high จาก 2 ธุรกิจหลักคือ PET และ IOD ที่ยังเดินหน้าทำกำไรเพิ่มขึ้น โดย PET ได้อานิสงส์จากส่วนต่างราคาเพิ่มขึ้น ขณะที่ IOD ได้ผลบวกจากการรวมงบของ Oxitenno เข้ามาจำนวน 9 เดือนเป็นครั้งแรก

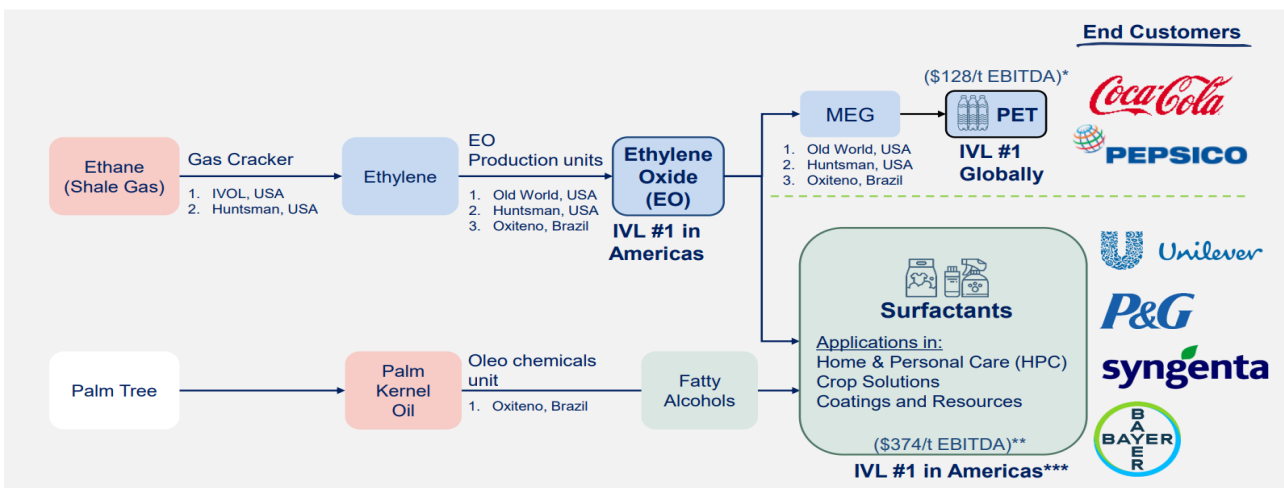
**รูปที่ 4 : ปริมาณและ EBITDA ต่อตัน 5 ปีที่ผ่านมา**

	2018	2019	2020	2021	2022
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	26,465	5,252	2,414	26,288	31,006
ปริมาณขาย CPET (ล้านตัน)	7.8	9.4	10.4	10.7	10.3
ปริมาณขาย IOD (ล้านตัน)	0.52	0.4	2.1	2.4	2.8
ปริมาณขาย Fibers (ล้านตัน)	1.3	1.6	1.6	1.8	1.6
Core EBITDA- CPET (เหรียญต่อตัน)	101	81	78	103	128
Core EBITDA- IOD (เหรียญต่อตัน)	450	181	58	168	275
Core EBITDA- Fibers (เหรียญต่อตัน)	164	138	125	153	133

ที่มา : Company report & LIB Research

**เริ่มรุกธุรกิจ IOD มากขึ้น :** IVL เดินหน้าธุรกิจ IOD มากขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจปลายน้ำ Downstream เนื่องจากปัจจุบันบริษัทผลิต PET ใหญ่ที่สุดในโลกแล้วด้วยกำลังการผลิต 6 ล้านตันต่อปี และมีสัดส่วนรายได้ราว 37% ของยอดขาย ทำให้การขยายการเติบโตต่อจากนี้ จะต้องเพิ่มไปในธุรกิจ IOD แทน เพราะจะได้อัตราเติบโตที่ดี และมีอัตรากำไรที่สูงกว่า โดยหลายปีที่ผ่านมาได้เข้าลงทุนใน

- 1) IVOG ผลิต EO/EG 2) Huntsman ซื้อมาในปี 2020 ด้วยมูลค่าเงินลงทุน 2 พันล้านเหรียญ ผลิต EO/PO และ 3) IVOL โรง cracker และ 4) Oxiteno ซื้อมาในปี 2022 ด้วยเงินลงทุน 1.3 พันล้านเหรียญ เพื่อขยายตลาดใหม่ๆ เช่น สหรัฐและอเมริกาใต้

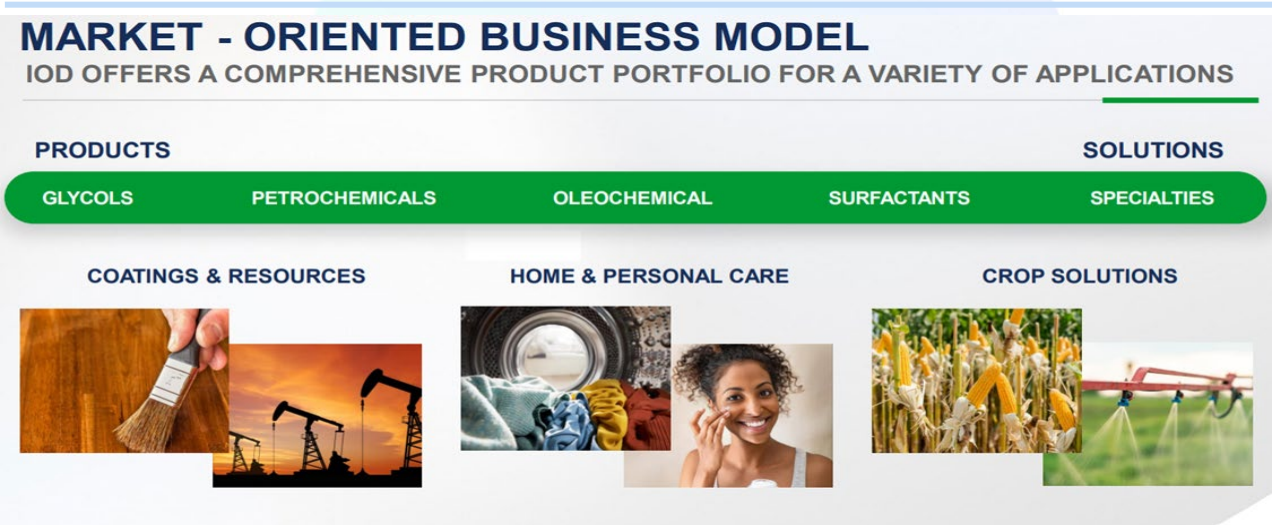
**รูปที่ 5: ห่วงโซ่ที่เกี่ยวข้องใน IOD**
**IOD Segment Value Chain and inter-relationship with PET**


ที่มา : Company report

**รูปที่ 6: IVL กับการเติบโตในอนาคต**


ที่มา : Company report

**ทำไมต้องบราซิล.... :** เราเยี่ยมโรงงาน Oxiteno ที่บราซิลทำให้รู้ว่าทำไมต้องบราซิล เพราะบราซิลเป็นประเทศใหญ่เป็นอันดับ 5 ของโลก จำนวนประชากรมีถึง 214 ล้านคน ขณะที่เศรษฐกิจใหญ่เป็นอันดับ 10 ของโลก โรงงาน Oxiteno มีสินค้าหลักคือ Surfactants (สารลดแรงตึงผิว) ใช้ผลิตผลิตภัณฑ์ทำความสะอาด เช่น ผงซักฟอก น้ำยาทำความสะอาดในครัวเรือน สบู่ ยาสีฟัน ยาสระผม ครีมนวด และผลิตภัณฑ์ที่มีฟอง โดย Surfactants มีมูลค่าตลาดราว 40 พันล้านเหรียญ บริษัทมีส่วนแบ่งตลาดราว 5% และรายได้หลัก ๆ จะอยู่ในกลุ่ม HPC, Coating และ Crop ซึ่งยังเป็นสินค้าที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย น่าพอใจ 3-7%

**รูปที่ 7: สินค้าที่เกี่ยวข้องกับ IOD**


ที่มา : Company report

**คาดการณ์ดำเนินงาน 2023 จะกลับมาหดตัว แต่เข้าใจได้ :**  
 เนื่องจาก 2 ปีก่อนหน้าได้รับผลบวกจากปัจจัยภายนอก หนุนให้สเปรตดีผิดปกติ ส่วนแนวโน้มปีนี้ คาดสเปรตจะกลับสู่ภาวะปกติได้ แยกตามธุรกิจได้ดังนี้

**PET** แม้คาดจะรับรู้ธุรกิจใหม่ในเวียดนาม แต่ปริมาณขายอาจไม่เพิ่มขึ้นจากอุปสงค์ในจีนฟื้นตัวช้ากว่าคาดทำให้แนวโน้มปริมาณขายคาดหดตัวเล็กน้อย ขณะที่สเปรตคาดจะหดตัวจากตลาดมีการขยายกำลังการผลิตเพิ่ม

**Fiber** คาดหดตัวเล็กน้อยเช่นกัน หลักๆมาจากจีนที่ยังฟื้นตัวช้า ส่งผลให้กลุ่ม lifestyle ยังไม่กลับสู่ภาวะปกติ ส่วน Mobility ยังดีขึ้นไม่มากจากกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจ

**IOD** คาดยังมีการเติบโตได้ต่อเนื่องแม้ในส่วนกลางนี้อาจไม่ดีอย่างที่คาด โดย MEG คาดผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่ MTBE คาดจะลดลงตามราคาน้ำมันที่ลดลง ส่วนปลายน้ำคาดยังดีต่อเนื่องตามปริมาณการขายที่ดีขึ้น

เรคาดปริมาณขายรวมที่ 14.6 ล้านตัน ขณะที่ EBITDA ต่อตันจะลดลงตามสเปรตที่ลดลง คาดกำไรปี 2023 จะหดเหลือ 12,770ลบ. หรือลดลง -59% y-y โดยคาดการณ์ดำเนินงานจะมีจุดต่ำสุดในช่วง 1H23 และจะกลับมาฟื้นตัวหลังสถานการณ์ Destocking ดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

**รูปที่ 8 : สมมติฐานสำคัญ**

	2020	2021	2022	2023E	2024E
ปริมาณขาย CPET (ล้านตัน)	10.4	10.7	10.3	10.2	10.4
ปริมาณขาย IOD (ล้านตัน)	2.1	2.4	2.8	2.9	2.9
ปริมาณขาย Fibers (ล้านตัน)	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6
Core EBITDA- CPET (เหรียญต่อตัน)	78	103	128	73	82
Core EBITDA- IOD (เหรียญต่อตัน)	58	168	275	225	240
Core EBITDA- Fibers (เหรียญต่อตัน)	125	153	133	100	120

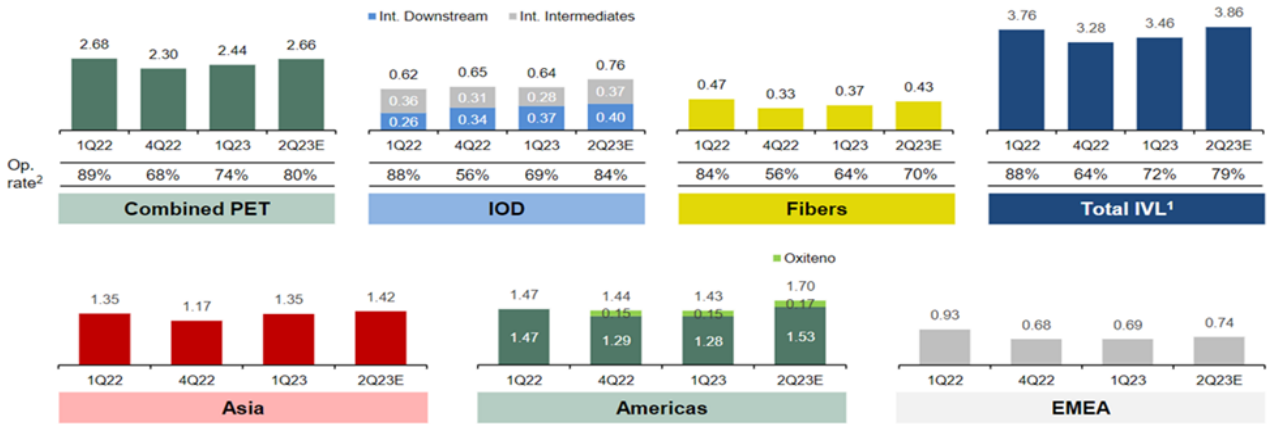
ที่มา : Company report & LIB Research est.

**คาดการณ์แนวโน้ม 2Q23 :** โดยปกติ จะเป็นฤดูของการขาย เราคาดว่า ก็ยังคงเป็นเช่นนั้น คือ ปริมาณขายเพิ่ม q-q แต่คาดว่าปริมาณขายอาจต่ำกว่าที่ทางบริษัทเคยตั้งเป้าไว้ เนื่องจากปัญหา Destocking (การลดระดับสินค้าคงคลังของตลาด) ที่ยังไม่จบ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อปริมาณขายให้ต่ำกว่าคาดได้ ขณะที่ EBITDA คาดจะดีขึ้นตามปริมาณขายเพิ่มขึ้น แต่คาดจะมีขาดทุนจากสต็อกเข้ามาลบตามราคาที่ลดลง ทำให้แนวโน้มกำไร 2Q23 จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ y-y แต่ก็ยังทรงตัว q-q ได้ ซึ่งก็เพียงพอแล้วในมุมมองของเรา

**รูปที่ 9 : คาดการณ์ปริมาณขาย 2Q23**

Market still transitioning in 1Q23: destocking continued in Americas

Sales Volume (MT)



ที่มา : Company Est.

**ความเสี่ยงสำคัญ :** เรามองว่า ความเสี่ยงการดำเนินธุรกิจคือ  
 1) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวส่งผลต่อกำลังซื้อหดตัวตามจากสินค้าส่วนใหญ่จะถูกใช้ในชีวิตรประจำวัน 2) ความผันผวนของราคาผลิตภัณฑ์ที่ส่งผลต่อสเปคให้หดตัว 3) การลงทุนใหม่ๆ ในต่างประเทศอาจมีปัญหาด้านการผลิตได้ในช่วงเริ่มต้น

**รูปที่ 10 : EBITDA เปลี่ยนแปลงทุกๆ 100 ล้านบาท vs กำไร และ P/BV valuation**

EBITDA (ล้านบาท)	กำไรสุทธิ (ลบ.)	ราคาเหมาะสม(บาทต่อหุ้น)
1,443.00	10,488	38.00
<b>1,543.00</b>	<b>12,770</b>	<b>38.00</b>
1,643.00	15,053	39.00
1,743.00	17,335	39.00

ที่มา : LIB Research est.

**งบกำไรขาดทุน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	468,108	656,266	596,851	612,768
ต้นทุนขาย	383,128	544,321	515,434	523,894
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>84,980</b>	<b>111,945</b>	<b>81,417</b>	<b>88,875</b>
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	47,022	62,416	60,282	61,890
<b>EBITDA</b>	<b>55,936</b>	<b>83,113</b>	<b>52,456</b>	<b>59,519</b>
รายได้อื่น	4,965	9,282	7,133	7,726
ส่วนแบ่งกำไรร่วม/กิจการร่วมค้า	160	(23)	248	310
<b>กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย</b>	<b>41,917</b>	<b>50,622</b>	<b>28,268</b>	<b>34,711</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	7,121	10,495	10,708	11,376
<b>กำไรก่อนภาษี</b>	<b>34,957</b>	<b>40,104</b>	<b>17,808</b>	<b>23,645</b>
ภาษีจ่าย	6,703	5,774	2,799	3,650
<b>กำไรหลังภาษี</b>	<b>28,254</b>	<b>34,330</b>	<b>15,009</b>	<b>19,995</b>
รายการพิเศษ	2,875	10,000	1,500	1,500
<b>กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>31,129</b>	<b>44,330</b>	<b>16,509</b>	<b>21,495</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,966	3,324	2,239	2,801
<b>กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน</b>	<b>26,288</b>	<b>31,006</b>	<b>12,770</b>	<b>17,193</b>
<b>กำไร (ขาดทุน) ปกติ</b>	<b>20,234</b>	<b>35,576</b>	<b>12,770</b>	<b>17,193</b>

**ข้อมูลต่อหุ้น**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	4.55	5.39	2.41	3.20
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	3.47	6.20	2.14	2.93
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	1.00	1.60	1.00	1.60
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	27.80	33.12	34.31	36.39

**งบแสดงฐานะการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	16,215	21,211	25,828	22,366
เงินลงทุนระยะสั้น	241	533	533	533
ลูกหนี้การค้า	53,172	55,580	53,717	55,149
สินค้าคงคลัง	88,979	115,872	127,055	151,047
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	18,252	22,511	22,511	22,511
<b>สินทรัพย์หมุนเวียนรวม</b>	<b>176,859</b>	<b>215,708</b>	<b>229,643</b>	<b>251,607</b>
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	291,677	320,630	251,324	229,165
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	51,280	52,573	25,519	24,095
เงินลงทุนร่วม/กิจการร่วมค้า	3,489	3,729	3,977	4,288
เงินลงทุนระยะยาว	114	336	336	336
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	18,409	30,903	30,903	30,903
<b>สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม</b>	<b>364,969</b>	<b>408,171</b>	<b>312,059</b>	<b>288,787</b>
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>541,828</b>	<b>623,878</b>	<b>541,702</b>	<b>540,393</b>
เงินกู้ระยะสั้น	26,619	31,248	36,080	36,673
เจ้าหนี้การค้า	90,265	106,721	75,525	90,469
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	44,237	64,232	37,704	37,704
<b>หนี้สินหมุนเวียนรวม</b>	<b>161,121</b>	<b>202,200</b>	<b>149,310</b>	<b>164,846</b>
เงินกู้ระยะยาว	178,405	187,034	216,082	212,584
หุ้นกู้				
อื่นๆ	31,299	33,759	33,759	33,759
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>370,825</b>	<b>422,993</b>	<b>399,150</b>	<b>411,189</b>
<b>ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว</b>	<b>5,615</b>	<b>5,615</b>	<b>5,615</b>	<b>5,615</b>
<b>ส่วนเกินมูลค่าหุ้น</b>	<b>60,331</b>	<b>60,331</b>	<b>60,331</b>	<b>60,331</b>
<b>กำไรสะสม</b>	<b>88,492</b>	<b>111,997</b>	<b>116,425</b>	<b>125,276</b>
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	12,235	14,896	17,135	19,936
<b>ส่วนผู้ถือหุ้นรวม</b>	<b>171,003</b>	<b>200,885</b>	<b>207,552</b>	<b>219,205</b>

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., \* อิงราคาปิดล่าสุด

**งบกระแสเงินสด**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	28,254	34,330	15,009	19,995
ค่าเสื่อมราคา	18,634	22,893	22,764	23,384
การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน	15,395	(28,017)	(1,012)	(40,514)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	31,250	69,073	20,636	30,360
อื่นๆ				
<b>เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>33,772</b>	<b>77,981</b>	<b>23,435</b>	<b>34,011</b>
กระแสเงินสดจากการกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(19,959)	(25,631)	0	0
<b>เงินสดสุทธิจากการลงทุน</b>	<b>(25,828)</b>	<b>(74,158)</b>	<b>72,171</b>	<b>(1,225)</b>
กระแสเงินสดจากการกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0
เงินกู้สุทธิหักการจ่ายคืนหนี้	(780)	575	6,309	(3,949)
เงินปันผล	(5,193)	(8,141)	(7,299)	(7,299)
<b>เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน</b>	<b>(10,833)</b>	<b>1,516</b>	<b>(990)</b>	<b>(11,248)</b>
<b>เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ</b>	<b>18,949</b>	<b>16,215</b>	<b>21,211</b>	<b>25,828</b>
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	156	(343)	(90,000)	(25,000)
<b>เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด</b>	<b>16,215</b>	<b>21,211</b>	<b>25,828</b>	<b>22,366</b>

**อัตราส่วนทางการเงิน**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	18.15	17.06	13.64	14.50
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	10.05	9.51	10.10	10.10
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	8.11	7.55	3.54	4.40
อัตรากำไรก่อนรายการพิเศษ (%)	4.32	5.42	2.14	2.81
อัตรากำไรสุทธิ (%)	5.62	4.72	2.14	2.81
ROE (%)	15.37	15.43	6.15	7.84
ROA (%)	4.85	4.97	2.36	3.18
วงจรเงินสด (วัน)	31.3	32.9	54.9	71.5
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	2.2	2.1	1.9	1.9
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	5.9	4.8	2.6	3.1
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%) *	2.90	4.64	2.90	4.64

**อัตรากำไรขั้นต้น**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	41.20	40.20	-9.05	2.67
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	21.49	32.74	-3.42	2.67
EBITDA	60.52	48.59	-36.89	13.46
EBIT	361.24	20.77	-44.16	22.79
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	214.68	75.82	-64.10	34.64
กำไรสุทธิ	988.87	17.95	-58.81	34.64

**สมมติฐานสำคัญ**

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
ปริมาณขาย CPET (ล้านตัน)	10.70	10.30	10	10
ปริมาณขาย IOD (ล้านตัน)	2.40	2.80	2.85	2.89
ปริมาณขาย Fibers (ล้านตัน)	1.80	1.60	2	2
Core EBITDA- CPET (เหรียญต่อตัน)	103	128	73	82
Core EBITDA- IOD (เหรียญต่อตัน)	168	275	225	240
Core EBITDA- Fibers (เหรียญต่อตัน)	153	133	100	120



## Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิเบอเรเตอร์ ทำหนึ่งทำใด หรือมากกว่าหนึ่งทำ สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%






ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%

ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ต่ำลงมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thai Institute of Directors Association (IOD) : Corporate Governance Report 2022

▲▲▲▲▲																
AAV	ARIP	BGRIM	CNT	EA	GGC	INTUCH	LANNA	MOONG	PAP	PTT	SCB	SIS	SUSCO	TISCO	TSTH	WACOAL
ADVANC	ASP	BIZ	COLOR	EASTW	GLAND	IP	LHFG	MSC	PCSGH	PTTEP	SCC	SITHAI	SUTHA	TK	TTA	WAVE
AF	ASW	BKI	COM7	ECF	GLOBAL	IRC	LIT	MST	PDG	PTTGC	SCCC	SMPC	SVI	TKN	TTB	WHA
AH	AUCT	BOL	COMAN	ECL	GPI	IRPC	LOXLEY	MTC	PDJ	PYLON	SCG	SNC	SYMC	TKS	TTCL	WHAUP
AIRA	AWC	BPP	COTTO	EE	GPSC	ITEL	LPN	MVP	PG	Q-CON	SCGP	SONIC	SYNTEC	TKT	TTW	WICE
AJ	AYUD	BRR	CPALL	EGCO	GRAMMY	IVL	LRH	NCL	PHOL	QH	SCM	SORKON	TACC	TMILL	TU	WINNER
AKP	BAFS	BTS	CPF	EPG	GULF	JTS	LST	NEP	PLANB	QTC	SCN	SPALI	TASCO	TMT	TVDH	XPG
AKR	BAM	BTW	CPI	ETC	GUNKUL	JWD	MACO	NER	PLANET	RATCH	SDC	SPI	TCAP	TNDT	TVI	ZEN
ALLA	BANPU	BWG	CPN	ETE	HANA	K	MAJOR	NKI	PLAT	RBF	SEAFCO	SPRC	TEAMG	TNITY	TVO	
ALT	BAY	CENDEL	CRC	FN	HARN	KBANK	MAKRO	NOBLE	PORT	RS	SEAOIL	SPVI	TFMAMA	TOA	TWPC	
AMA	BBIK	CFRESH	CSS	FNS	HENG	KCE	MALEE	NSI	PPS	S	SE-ED	SSC	THANA	TOP	U	
AMARIN	BBL	CGH	DDD	FPI	HMPRO	KEX	MBK	NVD	PR9	S&J	SELIC	SSSC	THANI	TPBI	UAC	
AMATA	BCP	CHEWA	DELTA	FPT	ICC	KGI	MC	NYT	PREB	SAAM	SENA	SST	THCOM	TQM	UBIS	
AMATAV	BCPG	CHO	DEMCO	FSMART	ICHI	KKP	MCOT	OISHI	PRG	SABINA	SENAJ	STA	THG	TRC	UPOIC	
ANAN	BDMS	CBMT	DOHOME	FVC	III	KSL	METCO	OR	PRM	SAMART	SGF	STEC	THIP	TRUE	UV	
AOT	BEM	CK	DRT	GC	ILINK	KTB	MFEC	ORI	PSH	SAMTEL	SHR	STGT	THRE	TSC	VCOM	
AP	BEYOND	CKP	DTAC	GEL	ILM	KTC	MINT	OSP	PSL	SAT	SICT	STI	THREL	TSR	VGI	
APURE	BGC	CM	DUSIT	GFPT	IND	LALIN	MONO	OTO	PTG	SC	SIRI	SUN	TIPCO	TSTE	VIH	
▲▲▲▲																
2S	AQUA	BH	CIG	DV8	HPT	JCKH	LHK	NDR	PIMO	PSTC	SAPPE	SMART	SVOA	TMD	TSE	WINMED
7UP	ARIN	BIG	CITY	EASON	HTC	JMT	M	NETBAY	PIN	PT	SAWAD	SMD	SVT	TMI	TVT	WORK
ABICO	ARROW	BJC	CIVIL	EFORL	HUMAN	JR	MATCH	NEX	PJW	PTC	SCAP	SMIT	SWC	TNL	TWP	WP
ABM	AS	BJCHI	CMC	ERW	HYDRO	KBS	MBAX	NINE	PL	QLT	SCI	SMT	SYNEX	TNP	UBE	XO
ACE	ASAP	BLA	CPL	ESSO	ICN	KCAR	MEGA	NNCL	PLE	RCL	SCP	SNNP	TAE	TNR	UEC	YUASA
ACG	ASEFA	BR	CPW	ESTAR	IFS	KIAT	META	NOVA	PM	RICHY	SE	SNP	TAKUNI	TOG	UKEM	ZIGA
ADB	ASIA	BRI	CRANE	FE	IIG	KISS	MFC	NPK	PMTA	RJH	SECURE	SO	TCC	TPA	UMI	
ADD	ASIAN	BROOK	CRD	FLOYD	IMH	KK	MGT	NRF	PPP	ROJNA	SFLEX	SPA	TCMC	TPAC	UOBKH	
AEONTS	ASIMAR	BSM	CSC	FORTH	INET	KOOL	MICRO	NTV	PPPM	RPC	SFP	SPC	TFG	TPCS	UP	
AGE	ASK	BYD	CSP	FSS	INGRS	KTIS	MILL	NUSA	PRAPAT	RT	SFT	SPCG	TFI	TPIPL	UPF	
AHC	ASN	CBG	CV	FTE	INSET	KUMWEL	MITSIB	NWR	PRECHA	RWI	SGP	SR	TFM	TPIPP	UTP	
AIE	ATP30	CEN	CWT	GBX	INSURE	KUN	MK	OCC	PRIME	S11	SIAM	SRICHA	TGH	TPLAS	VIBHA	
AIT	B	CHARAN	DCC	GCAP	IRCP	KWC	MODERN	OGC	PRIN	SA	SINGER	SSF	TIDLOR	TPS	VL	
ALUCON	BA	CHAYO	DHOUSE	GENCO	IT	KWM	MTI	ONEE	PRINC	SABUY	SKE	SSP	TIGER	TQR	VPO	
AMANAH	BC	CHG	DITTO	GJS	ITD	L&E	NATION	PACO	PROEN	SAK	SKN	STANLY	TIPH	TRITN	VRANDA	
AMR	BCH	CHOTI	DMT	GTB	J	LDC	NBC	PATO	PROS	SALEE	SKR	STC	TITLE	TRT	WGE	
APCO	BE8	CHOW	DOD	GYT	JAS	LEO	NCAP	PB	PROUD	SAMCO	SKY	STPI	TM	TRU	WIJK	
APCS	BEC	CI	DPAINT	HEMP	JCK	LH	NCH	PICO	PSG	SANKO	SLP	SUC	TMC	TRV	WIN	
▲▲▲																
A	AQ	BROCK	CMO	DCON	GIFT	IHL	KCM	MCS	NC	PF	ROCK	SOLAR	SVH	TKC	TTI	W
A5	AU	BSBM	CMR	EKH	GLOCON	INOX	KWI	MDX	NEWS	PK	RP	SPACK	TC	TNH	TYCN	WFX
AI	B52	BTNC	CPANEL	EMC	GLORY	JAK	KYE	MENA	NFC	PPM	RPH	SPG	TCCC	TNPC	UMS	WPH
ALL	BEAUTY	CAZ	CPT	EP	GREEN	JMART	LEE	MJD	NSL	PRAKIT	RSP	SQ	TCJ	TOPP	UNIQ	YGG
ALPHAX	BGT	CCP	CSR	EVER	GSC	JSP	LPH	MORE	NV	PTECH	SIMAT	STARK	TEAM	TPCH	UPA	
AMC	BLAND	CGD	CTW	F&D	HL	JUBILE	MATI	MPIC	PAF	PTL	SISB	STECH	THE	TPOLY	UREKA	
APP	BM	CMAN	D	FMT	HTECH	KASET	M-CHAI	MUD	PEACE	RAM	SK	SUPER	THMUI	TRUBB	VARO	

Score Range	Number of Logo	Description
Less than 50	No logo given	-
50 - 59		Pass
60 - 69		Satisfactory
70 - 79		Good
80 - 89		Very Good
90 - 100		Excellent

คำอธิบาย : ข้อมูลข้างต้น นำมาจากรายงาน “Corporate Governance Report of Thailand Companies 2022” เผยแพร่เมื่อ 27 ตุลาคม 2565 โดย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งจัดทำขึ้นตามนโยบายของ ส.ง.ค. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ด้วยการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ดังนั้นผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันรายงานฉบับดังนี้ ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสามารถรับรองความถูกต้องของรายงานฉบับดังกล่าวได้

