

อินโดราม่า เวนเจอร์ – IVL

31 มีนาคม 2569

คำแนะนำ:
ซื้อ
ราคาปิด

24.80 บาท

ราคาเป้าหมาย

27.25 บาท

หมวดอุตสาหกรรม
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์
Anti-corruption:
ได้รับการรับรอง
CG SCORE

SET ESG Rating
AAA

เอกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA, CQF

เลขทะเบียนวิเคราะห์ : 055680

e-mail : ekkarin@trinitythai.com

IVL ยกระดับจาก Commodity Player สู่ High-Value Packaging Platform

What's Happened

ควมรวม Indovida India Private Limited เข้ากับ EPL Limited เพื่อสร้างแพลตฟอร์มบรรจุภัณฑ์ผู้บริโภคในตลาดเกิดใหม่ โดยหลังดีลเสร็จ IVL จะเพิ่มสัดส่วนถือหุ้นใน EPL จากเดิม 24.9% เป็นประมาณ 51.8% ทำให้ IVL ขยับจากผู้ลงทุนเชิงกลยุทธ์ไปสู่การถือหุ้นใหญ่และควบคุมธุรกิจได้มากขึ้น มูลค่ารวมธุรกรรมอยู่ที่ราว INR 62,558 ล้าน หรือประมาณ 23,778 ล้านบาท และคาดว่าจะปิดดีลได้ภายใน 12 เดือน หากได้รับอนุมัติจาก regulator, ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง

Transaction Summary

- IVL อนุมัติควมรวม Indovida ซึ่งเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมที่ถือหุ้น 100% เข้ากับ EPL Limited
- โครงสร้างดีลคือ EPL ออกหุ้นใหม่ ให้แก่ Indorama Netherlands B.V. เพื่อแลกกับหุ้นใน Indovida ที่ IVL ถืออยู่
- หลังดีลแล้วเสร็จ IVL จะถือหุ้นใน EPL รวมประมาณ 51.8% จากเดิมที่ซื้อไว้ 24.9% ในปี 2568

Who is EPL

EPL Limited เป็นผู้นำด้าน specialty packaging ระดับโลก โดยธุรกิจหลักคือการผลิตหลอดบรรจุภัณฑ์ลามิเนตและ flexible packaging สำหรับสินค้าอุปโภคบริโภค เช่น ยาสี ฟัน เครื่องสำอาง และผลิตภัณฑ์ดูแลส่วนบุคคล จุดเด่นคือเป็นธุรกิจที่มีฐานลูกค้าแข็งแกร่ง มี footprint การผลิต 21 โรงงานใน 11 ประเทศ และมีผลประกอบการที่มีคุณภาพสูงกว่าธุรกิจ commodity ทั่วไปอย่างชัดเจน โดยปี 2025 มีรายได้ราว US\$527 ล้าน EBITDA ราว US\$108 ล้าน คิดเป็น EBITDA margin 20.4% ขณะที่กำไรเติบโตต่อเนื่อง สะท้อนจาก EBITDA CAGR 3 ปีย้อนหลัง 13% และ PAT CAGR 19% อีกทั้งยังมี ROCE สูงถึง 18.7% ซึ่งสะท้อนประสิทธิภาพการใช้เงินทุนที่ดีมาก ดังนั้นหากมองในเชิงคุณภาพ EPL ถือเป็นธุรกิจ packaging ที่ทั้ง กำไรดี มارجิ้นสูง และเติบโตสม่ำเสมอ จึงเป็นสินทรัพย์ที่ช่วยยกระดับคุณภาพกำไรของ IVL ได้อย่างมีนัยสำคัญ

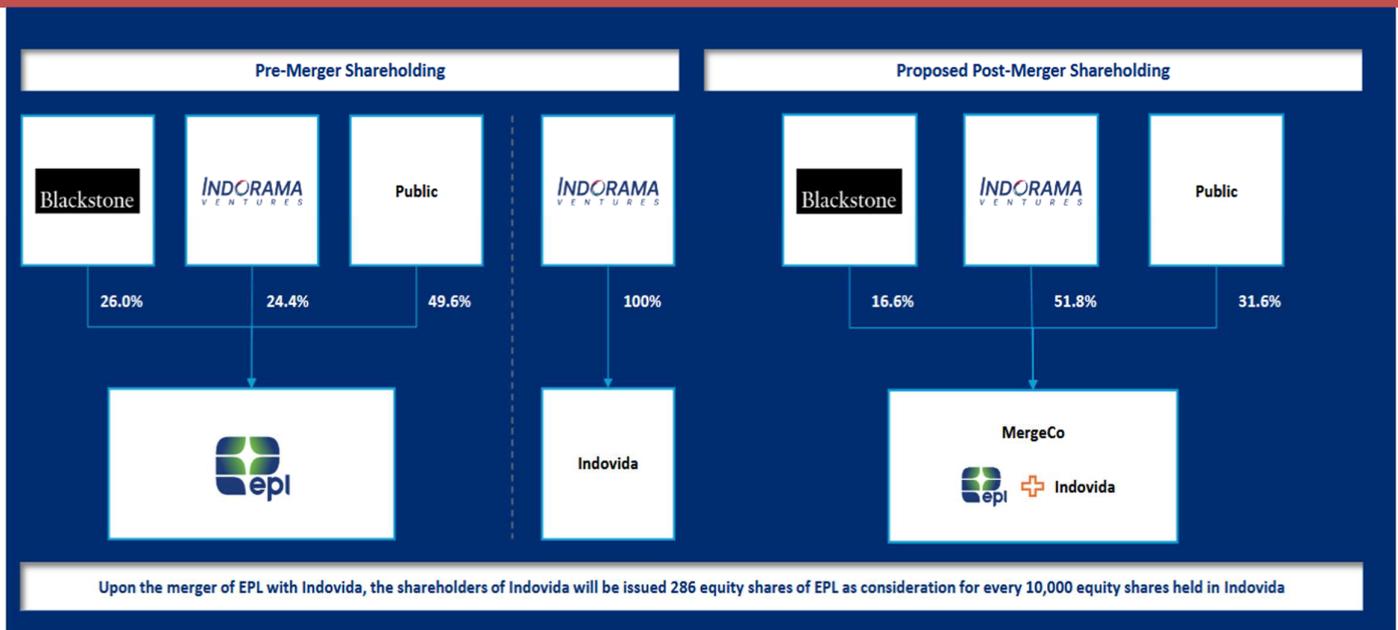
ความเห็น

เรามองดีลควมรวมธุรกิจบรรจุภัณฑ์ของ IVL เข้ากับ EPL เป็นบวกต่อแนวโน้มระยะกลางของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากช่วยยกระดับพอร์ตจาก rigid packaging เดิม ไปสู่แพลตฟอร์มที่ครอบคลุมทั้ง rigid และ flexible packaging มากขึ้น โดย IVL จะถือหุ้น 51.8% ในกิจการใหม่ ส่งผลให้สัดส่วน EBITDA จากธุรกิจ packaging เพิ่มขึ้นจากราว 10% เป็นใกล้ 15% ของทั้งบริษัท ซึ่งจะช่วยให้โครงสร้างกำไรของ IVL มีความผันผวนน้อยลง มี margin สูงขึ้น และ defensive มากขึ้นกว่าธุรกิจปิโตรเคมีดั้งเดิม อีกทั้งดีลนี้ยังเพิ่มรายได้และ EBITDA ทันที พร้อมหนุน consolidated margin, ROCE และลด leverage ลงในเวลาเดียวกัน

เราชอบประเด็นที่ merged entity มีฐานธุรกิจแข็งแกร่งในอินเดีย ซึ่งเป็นตลาดบรรจุภัณฑ์ที่เติบโตสูงและให้ valuation น่าสนใจกว่าเดิม ขณะที่ synergy จาก procurement, cross-selling และการใช้ platform ร่วมกัน จะเป็นตัวหนุนผลตอบแทนเพิ่มเติมใน 1-3 ปีข้างหน้า โดยสรุป เรายังมองดีลนี้เป็น strategic positive ต่อ IVL และมีโอกาสเป็น catalyst สำคัญต่อการ re-rate มูลค่าในระยะกลาง หากบริษัท execute ได้ตามแผน

- **ค่างคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 27.25 บาท**

Fig 1 : Pre and Post Merger Structure



Source: Company Data

Fig 2 : Fulfill IVL growth objectives



Source: Company Data

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Fig 3 : EPL has strong financial performance

EPL Today: Global Leader in Specialty Packaging with a Strong Foundation and Consistent Performance


\$527M Revenue⁽¹⁾ | 7% Revenue CAGR (L3Y⁽²⁾)

Leading specialty packaging player


20% EBITDA margin⁽¹⁾ | 13% EBITDA CAGR (L3Y⁽²⁾)

Disciplined cost structure


19% PAT CAGR (L3Y⁽²⁾) | 18.7% RoCE⁽¹⁾

Outperforming category with profitable growth at scale


Global footprint⁽³⁾

21 manufacturing sites across 11 countries


Sustainability & Innovation edge

Ecovadis Platinum rating

Source: Company Data

Fig 4 : Proforma Impact on IVL

Financial Rationale Behind the Merger

2025 (\$M)	IVL	EPL Ltd	IVL Proforma with EPL Ltd	Proforma Impact on IVL
Revenue	13,601	527	14,128	+\$527mm
EBITDA	1,107	108	1,215	+\$108mm
EBITDA Margin %	8.1%	20.4%	8.6%	+50 bps
ROCE%	1.8% ¹	18.7% ²	2.3-2.4%	+50-55bps
Net Debt	7,473 ³	89 ⁴	7,582	+89
Net Debt to EBITDA	6.77x	0.82x	6.24x	-51 bps
Net Debt to Equity	1.8x	0.3x	1.5-1.55x ⁵	-25-30bps
# of Plants	135	21	156	+21

Source: IVL Analysis, EBITDA from FS in INR converted into average exchange rate of 86.65 and adjustments for non-operational items if any; Closing INR / USD exchange rate considered: 89.55 (1) Difference between reported RoCE of 2.1% and 1.8% is on account of conversion from Thai Baht to USD; (2) RoCE defined as EBIT / Capital Employed (Capital Employed = Net debt + Shareholder's Equity); (3) Reported net debt of THB 236,000mm at exchange rate THB 31.58 / USD; (4) Net Debt for EPL include borrowings (long term + short term) + lease liabilities - less cash and bank; (5) Includes estimated impact of goodwill

Source: Company Data

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด