

30 March 2026

# Indorama Ventures

## ประกาศควบรวมกิจการ Indovida และ EPL

|                             |                          |
|-----------------------------|--------------------------|
| Bloomberg ticker            | IVL TB                   |
| Recommendation              | SELL (maintained)        |
| Current price               | Bt23.00                  |
| Target price                | Bt17.00 (maintained)     |
| Upside/Dow                  | -26%                     |
| EPS revision                | No change                |
| Bloomberg target price      | Bt23.49                  |
| Bloomberg consensus         | Buy 12 / Hold 7 / Sell 2 |
| <b>Stock data</b>           |                          |
| Stock price 1-year high/low | Bt24.50/Bt14.60          |
| Market cap. (Bt mn)         | 129,135                  |
| Shares outstanding (mn)     | 5,615                    |
| Avg. daily turnover (Bt mn) | 509                      |
| Free float                  | 35%                      |
| CG rating                   | Excellent                |
| SET ESG rating              | AA                       |

### News Flash

□ **ประกาศตั้ง MergeCo ระหว่าง Indovida และ EPL** วานนี้ (29 มี.ค.2026) ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีมติอนุมัติการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท Indovida India Private Limited (Indovida) (บริษัทย่อยที่ IVL ถือหุ้นทั้งหมด) และบริษัท EPL Limited (EPL) (IVL ถือหุ้นอยู่ 24.9%) โดย Indovida จะควบรวมเข้ากับ EPL โดย EPL จะมีการออกหุ้นใหม่ให้แก่บริษัท Indorama Netherlands B.V. (INBV) (บริษัทย่อยทางอ้อมของ IVL) เพื่อเป็นค่าตอบแทนสำหรับหุ้นที่ INBV ถืออยู่ใน Indovida ทั้งนี้ เมื่อธุรกรรมดังกล่าวแล้วเสร็จ IVL คาดว่าจะถือหุ้นในบริษัทใหม่ (MergeCo) เป็นสัดส่วน 51.8% โดยมูลค่ารวมของธุรกรรมคิดเป็นประมาณ IDR62.6bn (เทียบเท่าประมาณ 2.38 หมื่นล้านบาท) ธุรกรรมนี้อยู่ภายใต้เงื่อนไขการได้รับอนุมัติจากหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลในอินเดีย ตลอดจนการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของ EPL และ Indovida โดยคาดว่าธุรกรรมนี้จะดำเนินการแล้วเสร็จภายในระยะเวลา 12 เดือนนับจากวันที่ประกาศ ขึ้นอยู่กับการปฏิบัติตามเงื่อนไข

□ **คาดว่าดีลนี้จะช่วยเพิ่ม profitability และลด leverage เล็กน้อย** เมื่ออิงงบเสมือน (proforma statement) ที่ IVL ประเมิน บริษัทคาดว่าธุรกรรมนี้จะช่วยเพิ่ม EBITDA margin ให้บริษัทได้ประมาณ 50bps ขณะที่ช่วยลดอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุน (net debt-to-equity ratio) ประมาณ 25-30bps (ที่มา: SET)

### Implication

□ **เรามีมุมมองเป็นกลางจาก valuation ที่เหมาะสม** ธุรกรรมนี้สะท้อน EV/EBITDA ที่ ประมาณ 12.5x สำหรับการได้หุ้นส่วนเพิ่มใน EPL สำหรับ IVL เทียบกับ ประมาณ 9.0x สำหรับ 24.9% ในปี 2025 และค่าเฉลี่ยของคู่แข่งทั่วโลกในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์อ่อนตัว (flexible packaging) 16 รายที่มีมูลค่าธุรกรรมสูงกว่า USD500mn ตั้งแต่ปี 2021 ซึ่งอยู่ในช่วง 12.0x-14.0x โดยเรามองว่า valuation ของดีลนี้ดูเหมาะสมแล้ว

□ **ราคาสะท้อนปัจจัยบวกจาก PET spread ที่ปรับตัวสูงขึ้นจากผลกระทบของสงครามมากแล้ว** ราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นมา 43% YTD และ outperform SET 28% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนแนวโน้ม PET spread ที่ดีขึ้นจากอุปทานที่ได้รับผลกระทบของสงครามระหว่างอิสราเอล/สหรัฐอเมริกา-อิหร่านไปมากแล้ว ราคาหุ้นล่าสุดสะท้อน 2026E P/BV ที่ 1.0x (ประมาณ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี) ในขณะที่ภาพรวมธุรกิจปิโตรเคมียังคงอยู่ในภาวะอุปทานส่วนเกิน (oversupply) เราจึงยังคงคำแนะนำ "ขาย" ที่ราคาเป้าหมายที่ 17.00 บาท อิง 2026E PBV ที่ 0.77x (ประมาณ -1.25SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง)

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

Fig 1: Potential synergy of merger



Source: IVL

Fig 2: High growth emerging markets contribute 75% of MergeCo revenue



Source: IVL

Fig 3: High growth emerging markets contribute 75% of MergeCo revenue (cont'd)

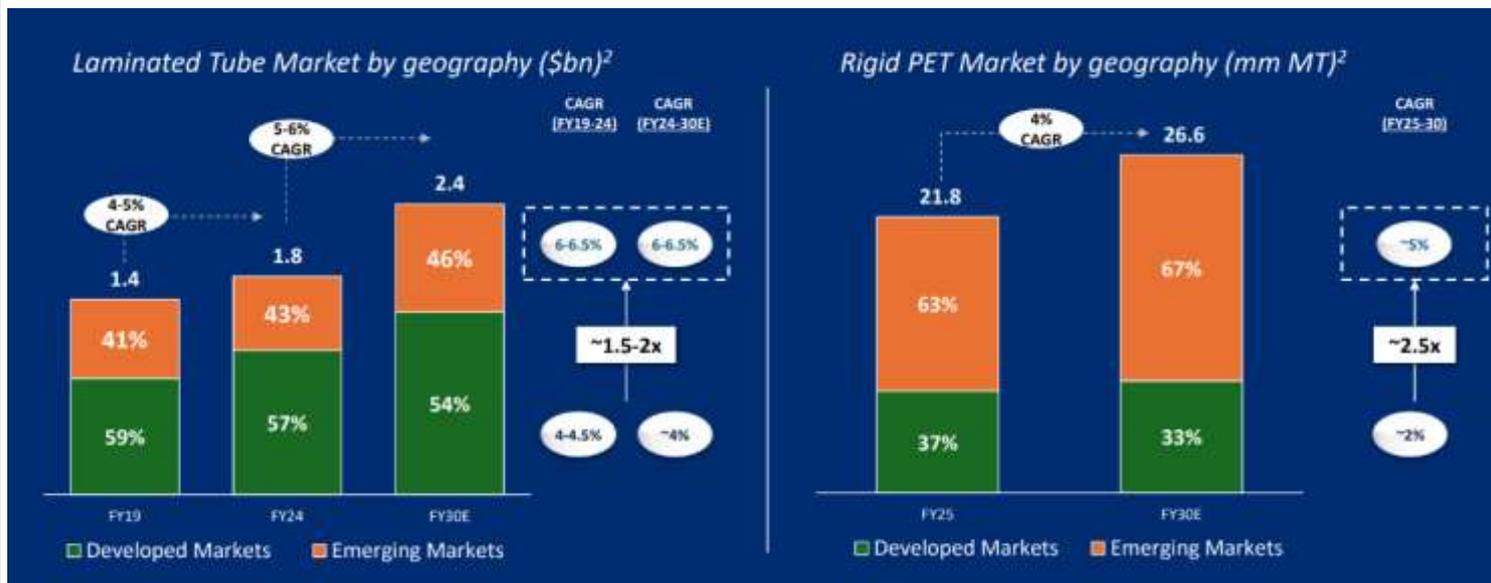
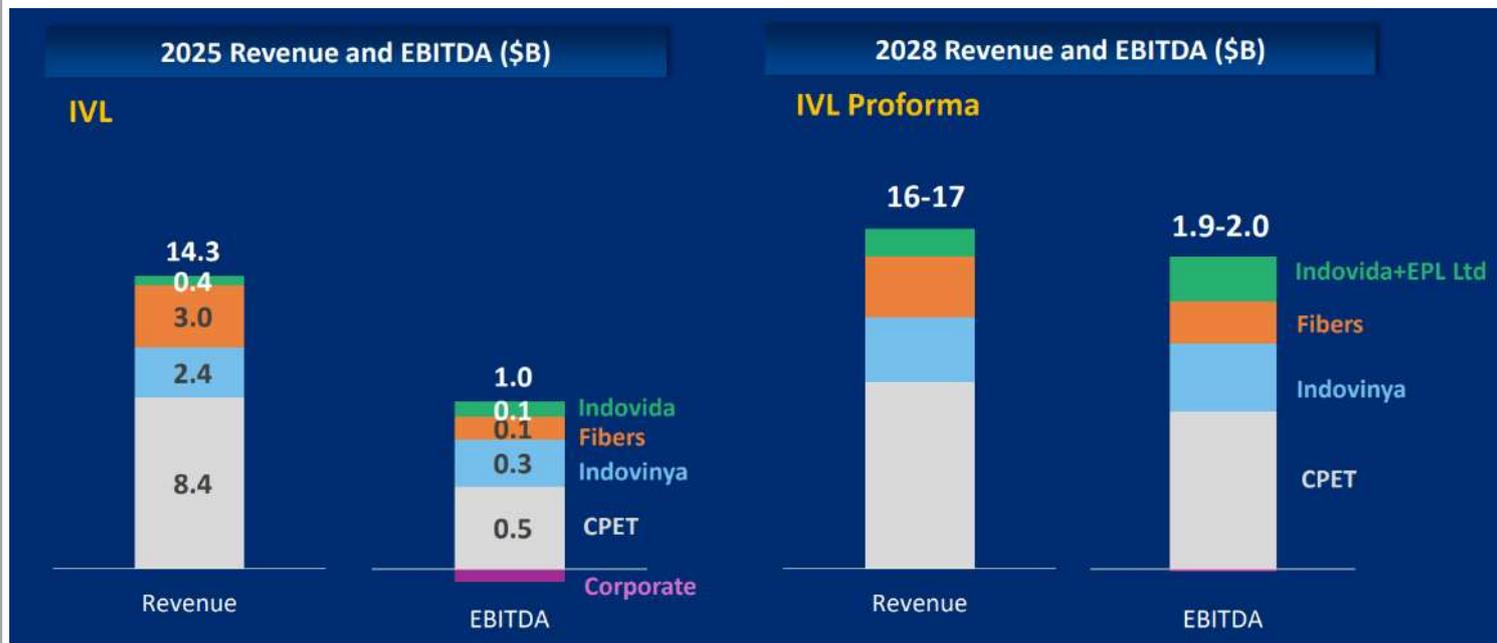


Fig 4: Merged entity expected to be one of the largest consumer packaging platform for emerging markets



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. 3

Fig 5: Expanding contribution of high margin packaging segment in IVL



Source: IVL

## Corporate governance report of Thai listed companies 2025

## 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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

## DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (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 presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

## 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 รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆที่ไม่ใช่งบการเงิน 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

|               |               |          |                  |          |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|
| Excellent (5) | Very Good (4) | Good (3) | Satisfactory (2) | Pass (1) |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

|               |               |          |                  |          |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|
| Excellent (5) | Very Good (4) | Good (3) | Satisfactory (2) | Pass (1) |
|---------------|---------------|----------|------------------|----------|

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

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. 6