

# Fundamental Story

**IRPC Public Co Ltd (IRPC TB) - BUY, Price Bt4.22, TP Bt5.10**

**Results Comment**

Chak Reungsinpinya | Email: chak.reu@thanachartsec.co.th

## ผลการดำเนินงาน 3Q21 แข็งแกร่งกว่าคาด

- IRPC รายงานกำไรสุทธิ 3Q21 ที่ 2.16 พันลบ. (กำไรต่อหุ้น 0.11 บาท) หากไม่รวมรายการพิเศษ เราคาดว่ากำไรปกติจะอยู่ที่ 1.23 พันลบ. (กำไรปกติต่อหุ้น 0.06 บาท) ลดลงมากกว่า 50% q-q แต่ผลการดำเนินงานยังคงแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้มาก เนื่องจากอัตรากำไรจากปิโตรเคมี
- Integrated GIM: Market GIM อยู่ที่ US\$12.4/bbl ลดลงจาก US\$15.7/bbl ใน 2Q21 ปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตรวมอยู่ที่ 191kbd ลดลงจาก 194kbd ในไตรมาสก่อน เนื่องจากความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันในประเทศที่ลดลง
- ปิโตรเลียม: กำไรขั้นต้นจากการผลิตอยู่ที่ US\$5.0/bbl เทียบกับ US\$7.16/bbl ใน 2Q21 GRM ถูกแบ่งออกเป็นการกลั่นที่ US\$1.8/bbl และน้ำมันหล่อลื่นที่ US\$3.2/bbl ซึ่งทั้งสองอ่อนแอ q-q จากพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงขึ้น และส่วนต่างของราคาน้ำมันพื้นฐานที่ลดลง ตามลำดับ
- ปิโตรเคมี: กำไรขั้นต้นจากการผลิตของปิโตรเคมีอยู่ที่ US\$6.26/bbl (2Q21: US\$7.35/bbl) โดยแบ่งเป็นโอเลฟินและอะโรเมติกส์เท่าๆ กัน ซึ่งสูงกว่าที่คาดไว้ โดยเฉพาะด้านโอเลฟินที่เราคาดว่าจะลดลง q-q มาก เนื่องจาก PP spread ที่ลดลง
- รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ ได้แก่ กำไรจากสินค้าคงคลัง 2.7 พันลบ. ขาดทุน 1.24 พันลบ. จากอนุพันธ์ทางการเงินและการป้องกันความเสี่ยงด้านน้ำมัน และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 262 ลบ.
- มุมมองของเรา: เราคาดว่า 4Q21F จะแข็งแกร่งขึ้นมาก q-q โดยได้แรงหนุนจาก PP spread และ crack spreads ที่สูงขึ้นสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมัน แนะนำ "ซื้อ"

| Income Statement         |              | (consolidated) |              |              |              |  |
|--------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--|
| Yr-end Dec (Bt m)        | 3Q20         | 4Q20           | 1Q21         | 2Q21         | 3Q21         |  |
| Revenue                  | 43,330       | 46,693         | 53,650       | 62,003       | 67,017       |  |
| <b>Gross profit</b>      | <b>1,781</b> | <b>2,297</b>   | <b>3,723</b> | <b>5,973</b> | <b>4,618</b> |  |
| SG&A                     | 1,565        | 2,308          | 1,775        | 1,877        | 1,879        |  |
| Operating profit         | 216          | (10)           | 1,949        | 4,096        | 2,739        |  |
| <b>EBITDA</b>            | <b>2,414</b> | <b>2,166</b>   | <b>4,064</b> | <b>6,242</b> | <b>4,810</b> |  |
| Other income             | 206          | (89)           | 247          | 535          | 473          |  |
| Other expense            | 128          | (734)          | (458)        | 990          | 1,242        |  |
| Interest expense         | 455          | 499            | 444          | 441          | 431          |  |
| <b>Profit before tax</b> | <b>(161)</b> | <b>135</b>     | <b>2,210</b> | <b>3,200</b> | <b>1,539</b> |  |
| Income tax               | 365          | 365            | 972          | 600          | 460          |  |
| Equity & invest. income  | 90           | 127            | 156          | 186          | 157          |  |
| Minority interests       | (3)          | (8)            | (10)         | (10)         | (6)          |  |
| Extraordinary items      | 1,995        | 1,720          | 4,199        | 1,799        | 925          |  |
| <b>Net profit</b>        | <b>1,556</b> | <b>1,608</b>   | <b>5,581</b> | <b>4,574</b> | <b>2,155</b> |  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>(439)</b> | <b>(112)</b>   | <b>1,383</b> | <b>2,776</b> | <b>1,230</b> |  |
| EPS (Bt)                 | 0.08         | 0.08           | 0.27         | 0.22         | 0.11         |  |
| Normalized EPS (Bt)      | (0.02)       | (0.01)         | 0.07         | 0.14         | 0.06         |  |

| Balance Sheet               |                | (consolidated) |                |                |                |  |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| Yr-end Dec (Bt m)           | 3Q20           | 4Q20           | 1Q21           | 2Q21           | 3Q21           |  |
| Cash & ST investment        | 15,414         | 8,851          | 4,498          | 11,745         | 12,620         |  |
| A/C receivable              | 8,250          | 9,626          | 10,149         | 13,936         | 14,737         |  |
| Inventory                   | 22,040         | 21,169         | 26,993         | 32,030         | 33,327         |  |
| Other current assets        | 3,167          | 3,725          | 3,638          | 3,771          | 2,850          |  |
| Investment                  | 8,742          | 8,684          | 8,838          | 8,922          | 9,074          |  |
| Fixed assets                | 116,798        | 114,551        | 112,811        | 111,159        | 109,664        |  |
| Other assets                | 7,096          | 6,885          | 5,793          | 5,226          | 5,361          |  |
| <b>Total assets</b>         | <b>181,507</b> | <b>173,491</b> | <b>172,720</b> | <b>186,789</b> | <b>187,632</b> |  |
| S-T debt                    | 18,333         | 13,335         | 17,035         | 7,538          | 9,524          |  |
| A/C payable                 | 26,969         | 23,983         | 17,569         | 26,942         | 25,882         |  |
| Other current liabilities   | 5,530          | 6,741          | 6,149          | 6,629          | 7,856          |  |
| L-T debt                    | 51,214         | 48,597         | 46,985         | 56,034         | 54,016         |  |
| Other liabilities           | 5,316          | 5,169          | 4,951          | 4,982          | 5,163          |  |
| Minority interest           | 131            | 140            | 150            | 209            | 215            |  |
| <b>Shareholders' equity</b> | <b>74,013</b>  | <b>75,526</b>  | <b>79,882</b>  | <b>84,455</b>  | <b>84,976</b>  |  |
| Working capital             | 3,321          | 6,812          | 19,573         | 19,024         | 22,182         |  |
| Total debt                  | 69,547         | 61,931         | 64,020         | 63,572         | 63,541         |  |
| <b>Net debt</b>             | <b>54,133</b>  | <b>53,080</b>  | <b>59,522</b>  | <b>51,827</b>  | <b>50,921</b>  |  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement         |             | 9M as      |            |               |               |  |
|--------------------------|-------------|------------|------------|---------------|---------------|--|
| (Bt m)                   | q-q%        | y-y%       | % 2021F    | 2021F         | 2022F         |  |
| Revenue                  | 8           | 55         | 84         | 216,968       | 217,647       |  |
| <b>Gross profit</b>      | <b>(23)</b> | <b>159</b> | <b>104</b> | <b>13,709</b> | <b>14,388</b> |  |
| SG&A                     | 0           | 20         | 80         | 6,951         | 6,812         |  |
| Operating profit         | (33)        | 1,165      | 130        | 6,758         | 7,576         |  |
| <b>EBITDA</b>            | <b>(23)</b> | <b>99</b>  | <b>96</b>  | <b>15,768</b> | <b>16,861</b> |  |
| Other income             | (12)        | 129        | 57         | 2,220         | 2,226         |  |
| Other expense            | 25          | 868        | na         | 0             | 0             |  |
| Interest expense         | (2)         | (5)        | 60         | 2,196         | 2,343         |  |
| <b>Profit before tax</b> | <b>(52)</b> | <b>na</b>  | <b>102</b> | <b>6,781</b>  | <b>7,459</b>  |  |
| Income tax               | (23)        | 26         | 150        | 1,356         | 1,492         |  |
| Equity & invest. income  | (16)        | 74         | 154        | 324           | 330           |  |
| Minority interests       | na          | na         | 98         | (27)          | (27)          |  |
| Extraordinary items      | (49)        | (54)       | na         | 0             | 0             |  |
| <b>Net profit</b>        | <b>(53)</b> | <b>39</b>  | <b>215</b> | <b>5,721</b>  | <b>6,271</b>  |  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>(56)</b> | <b>na</b>  | <b>94</b>  | <b>5,721</b>  | <b>6,271</b>  |  |
| EPS (Bt)                 | (53)        | 39         | 215        | 0.28          | 0.31          |  |
| Normalized EPS (Bt)      | (56)        | na         | 94         | 0.28          | 0.31          |  |

| Financial Ratios        |         | 3Q20   | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21    | 3Q21 |
|-------------------------|---------|--------|------|------|---------|------|
| (%)                     |         |        |      |      |         |      |
| Sales growth            | (27.9)  | (16.3) | 9.7  | 74.5 | 54.7    |      |
| Operating profit growth | na      | na     | na   | na   | 1,165.3 |      |
| EBITDA growth           | 55.1    | na     | na   | na   | 99.2    |      |
| Norm profit growth      | na      | na     | na   | na   | na      |      |
| Norm EPS growth         | na      | na     | na   | na   | na      |      |
| Gross margin            | 4.1     | 4.9    | 6.9  | 9.6  | 6.9     |      |
| Operating margin        | 0.5     | (0.0)  | 3.6  | 6.6  | 4.1     |      |
| EBITDA margin           | 5.6     | 4.6    | 7.6  | 10.1 | 7.2     |      |
| Norm net margin         | (1.0)   | (0.2)  | 2.6  | 4.5  | 1.8     |      |
| D/E (x)                 | 0.9     | 0.8    | 0.8  | 0.8  | 0.7     |      |
| Net D/E (x)             | 0.7     | 0.7    | 0.7  | 0.6  | 0.6     |      |
| Interest coverage (x)   | 5.3     | 4.3    | 9.2  | 14.1 | 11.2    |      |
| Interest rate           | 2.7     | 3.0    | 2.8  | 2.8  | 2.7     |      |
| Effective tax rate      | (227.3) | 270.5  | 44.0 | 18.8 | 29.9    |      |
| ROA                     | (1.0)   | (0.3)  | 3.2  | 6.2  | 2.6     |      |
| ROE                     | (2.4)   | (0.6)  | 7.1  | 13.5 | 5.8     |      |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 143 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)