

# Fundamental Story

IRPC Public Co Ltd (IRPC TB) - BUY, Price Bt3.90, TP Bt4.40

Results Comment

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

## 4Q21 ต่ำกว่าคาดจากมาร์จิ้นของปิโตรเคมีที่อ่อนแอ

- IRPC รายงานกำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 2.2 พันลบ. เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2% q-q หากไม่รวมรายการพิเศษ เราคาดว่ากำไรปรับภาษีแล้วจะอยู่ที่ 639 ลบ. ลดลงเกือบ 50% q-q ผลการดำเนินงานต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ แต่สอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาด สาเหตุหลักมาจากกำไรจากเคมีภัณฑ์ที่ลดลงอย่างมาก
- Integrated GIM: Market GIM อยู่ที่ US\$10.9/bbl ลดลงจาก US\$12.4/bbl ใน 3Q21 ปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตรวมอยู่ที่ 198kbd เพิ่มขึ้น 4% q-q โดยมีสาเหตุหลักมาจากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนของหน่วยผลิต HYVAHL ของโรงงาน RDCC เป็นเวลา 45 วัน ใน 3Q21
- ปิโตรเคมี: ค่าการกลั่นปิโตรเคมีอยู่ที่ US\$6.2/bbl เทียบกับ US\$5/bbl ใน 3Q21 อัตรากำไรขั้นต้นของน้ำมันหล่อลื่นที่ลดลงถูกชดเชยด้วยค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเพิ่มขึ้น US\$3.3/bbl q-q เป็น US\$5.9/bbl เนื่องจาก product spreads ที่สูงขึ้นใน 4Q21 และพีเรียม้ำมันดิบที่ลดลง
- ปิโตรเคมี: กำไรขั้นต้นจากการผลิตตามราคาตลาดของกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีอ่อนแอที่ US\$3.8/bbl ใน 4Q21 ลดลง 39% q-q ทั้งโอเลฟินส์และอะโรเมติกส์ลดลงอย่างมาก q-q ในไตรมาสนี้ ซึ่งทำให้ chemical spreads ลดลง โดยเฉพาะสเปรดของกลูเมสไตรีนิก บิวทาไดเอิน และอะโรเมติกส์ ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น นี่เป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ 4Q19
- รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินงาน รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการของ IRPC ประกอบด้วย กำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือ 2.1 พันลบ. ขาดทุนน้ำมันจากอนุพันธ์ทางการเงิน และการป้องกันความเสี่ยงด้านน้ำมัน 168 ลบ. ขาดทุนจาก FX 70 ลบ. และขาดทุนจากการต่อยาค่าสินทรัพย์ 27 ลบ.
- แนวโน้ม: เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะดีขึ้นใน 1Q22F ด้วยกำไรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของค่าการกลั่น และอาจมีกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือ เราเห็นความเสี่ยงต่อมาร์จิ้นของปิโตรเคมีที่จำกัด ขณะที่ราคาหุ้นคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากปัจจัยระยะสั้นจากการฟื้นตัวของกำไร 1Q22F Chemical spreads คาดว่าจะฟื้นตัวในปี 2023F เมื่อกำลังการผลิตลดลง

| Income Statement         |              | (consolidated) |              |              |              |  |
|--------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--|
| Yr-end Dec (Bt m)        | 4Q20         | 1Q21           | 2Q21         | 3Q21         | 4Q21         |  |
| Revenue                  | 40,661       | 48,388         | 56,858       | 62,088       | 67,840       |  |
| <b>Gross profit</b>      | <b>3,903</b> | <b>4,785</b>   | <b>6,518</b> | <b>5,086</b> | <b>4,612</b> |  |
| SG&A                     | 4,299        | 3,617          | 4,002        | 3,826        | 4,254        |  |
| Operating profit         | (396)        | 1,168          | 2,516        | 1,260        | 358          |  |
| <b>EBITDA</b>            | <b>1,845</b> | <b>3,348</b>   | <b>4,725</b> | <b>3,390</b> | <b>2,426</b> |  |
| Other income             | 572          | 435            | 659          | 473          | 400          |  |
| Other expense            | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |  |
| Interest expense         | 472          | 441            | 427          | 429          | 402          |  |
| <b>Profit before tax</b> | <b>(296)</b> | <b>1,162</b>   | <b>2,748</b> | <b>1,304</b> | <b>356</b>   |  |
| Income tax               | 365          | 972            | 600          | 460          | 319          |  |
| Equity & invest. income  | 127          | 156            | 186          | 161          | 215          |  |
| Minority interests       | (8)          | (13)           | (6)          | (6)          | (2)          |  |
| Extraordinary items      | 2,150        | 5,248          | 2,248        | 1,156        | 1,943        |  |
| <b>Net profit</b>        | <b>1,608</b> | <b>5,581</b>   | <b>4,576</b> | <b>2,155</b> | <b>2,193</b> |  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>(542)</b> | <b>333</b>     | <b>2,328</b> | <b>999</b>   | <b>250</b>   |  |
| EPS (Bt)                 | 0.08         | 0.27           | 0.22         | 0.11         | 0.11         |  |
| Normalized EPS (Bt)      | (0.03)       | 0.02           | 0.11         | 0.05         | 0.01         |  |

| Balance Sheet               |                | (consolidated) |                |                |                |  |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| Yr-end Dec (Bt m)           | 4Q20           | 1Q21           | 2Q21           | 3Q21           | 4Q21           |  |
| Cash & ST investment        | 8,851          | 4,498          | 11,745         | 12,620         | 11,236         |  |
| A/C receivable              | 9,626          | 10,149         | 13,936         | 14,737         | 13,785         |  |
| Inventory                   | 21,169         | 26,993         | 32,030         | 33,327         | 33,766         |  |
| Other current assets        | 3,725          | 3,638          | 3,771          | 2,850          | 8,413          |  |
| Investment                  | 8,684          | 8,838          | 8,922          | 9,074          | 9,294          |  |
| Fixed assets                | 114,551        | 112,811        | 111,159        | 109,664        | 109,067        |  |
| Other assets                | 6,885          | 5,793          | 5,226          | 5,361          | 4,930          |  |
| <b>Total assets</b>         | <b>173,491</b> | <b>172,720</b> | <b>186,789</b> | <b>187,632</b> | <b>190,492</b> |  |
| S-T debt                    | 13,335         | 17,035         | 7,538          | 9,524          | 10,585         |  |
| A/C payable                 | 23,983         | 17,569         | 26,942         | 25,882         | 28,671         |  |
| Other current liabilities   | 6,741          | 6,149          | 6,629          | 7,856          | 8,287          |  |
| L-T debt                    | 48,597         | 46,985         | 56,034         | 54,016         | 50,494         |  |
| Other liabilities           | 5,169          | 4,951          | 4,982          | 5,163          | 4,743          |  |
| Minority interest           | 140            | 150            | 209            | 215            | 217            |  |
| <b>Shareholders' equity</b> | <b>75,526</b>  | <b>79,882</b>  | <b>84,455</b>  | <b>84,976</b>  | <b>87,496</b>  |  |
| Working capital             | 6,812          | 19,573         | 19,024         | 22,182         | 18,880         |  |
| Total debt                  | 61,931         | 64,020         | 63,572         | 63,541         | 61,079         |  |
| <b>Net debt</b>             | <b>53,080</b>  | <b>59,522</b>  | <b>51,827</b>  | <b>50,921</b>  | <b>49,843</b>  |  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement         |             | 12M as    |           |               |               |  |
|--------------------------|-------------|-----------|-----------|---------------|---------------|--|
| (Bt m)                   | q-q%        | y-y%      | % 2021F   | 2021A         | 2022F         |  |
| Revenue                  | 9           | 67        | 109       | 235,174       | 242,065       |  |
| <b>Gross profit</b>      | <b>(9)</b>  | <b>18</b> | <b>89</b> | <b>21,001</b> | <b>21,379</b> |  |
| SG&A                     | 11          | (1)       | 104       | 15,699        | 15,362        |  |
| Operating profit         | (72)        | na        | 62        | 5,302         | 6,017         |  |
| <b>EBITDA</b>            | <b>(28)</b> | <b>31</b> | <b>80</b> | <b>13,889</b> | <b>14,794</b> |  |
| Other income             | (15)        | (30)      | 85        | 1,967         | 2,121         |  |
| Other expense            | -           | -         | -         | 0             | 0             |  |
| Interest expense         | (6)         | (15)      | 140       | 1,699         | 1,633         |  |
| <b>Profit before tax</b> | <b>(73)</b> | <b>na</b> | <b>66</b> | <b>5,570</b>  | <b>6,505</b>  |  |
| Income tax               | (31)        | (13)      | 63        | 2,351         | 1,369         |  |
| Equity & invest. income  | 34          | 69        | 212       | 719           | 339           |  |
| Minority interests       | na          | na        | 86        | (28)          | (35)          |  |
| Extraordinary items      | 68          | (10)      | 106       | 10,595        | 0             |  |
| <b>Net profit</b>        | <b>2</b>    | <b>36</b> | <b>97</b> | <b>14,505</b> | <b>5,440</b>  |  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>(75)</b> | <b>na</b> | <b>79</b> | <b>3,910</b>  | <b>5,440</b>  |  |
| EPS (Bt)                 | 2           | 36        | 97        | 0.71          | 0.27          |  |
| Normalized EPS (Bt)      | (75)        | na        | 79        | 0.19          | 0.27          |  |

| Financial Ratios         |         | 12M as |       |       |      |  |
|--------------------------|---------|--------|-------|-------|------|--|
| (%)                      | 4Q20    | 1Q21   | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21 |  |
| Sales grow th            | (27.1)  | (1.1)  | 87.2  | 64.8  | 66.8 |  |
| Operating profit grow th | na      | na     | na    | na    | na   |  |
| EBITDA grow th           | na      | na     | 466.5 | 127.2 | 31.5 |  |
| Norm profit grow th      | na      | na     | na    | na    | na   |  |
| Norm EPS grow th         | na      | na     | na    | na    | na   |  |
| Gross margin             | 9.6     | 9.9    | 11.5  | 8.2   | 6.8  |  |
| Operating margin         | (1.0)   | 2.4    | 4.4   | 2.0   | 0.5  |  |
| EBITDA margin            | 4.5     | 6.9    | 8.3   | 5.5   | 3.6  |  |
| Norm net margin          | (1.3)   | 0.7    | 4.1   | 1.6   | 0.4  |  |
| D/E (x)                  | 0.8     | 0.8    | 0.8   | 0.7   | 0.7  |  |
| Net D/E (x)              | 0.7     | 0.7    | 0.6   | 0.6   | 0.6  |  |
| Interest coverage (x)    | 3.9     | 7.6    | 11.1  | 7.9   | 6.0  |  |
| Interest rate            | 2.9     | 2.8    | 2.7   | 2.7   | 2.6  |  |
| Effective tax rate       | (123.3) | 83.6   | 21.8  | 35.3  | 89.6 |  |
| ROA                      | (1.2)   | 0.8    | 5.2   | 2.1   | 0.5  |  |
| ROE                      | (2.9)   | 1.7    | 11.3  | 4.7   | 1.2  |  |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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