

# Fundamental Story

## Star Petroleum Refining (SPRC TB) - SELL, Price Bt10.8, TP Bt8.5

### Results Comment

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

#### 1Q22 แข็งแกร่ง เป็นไปตามคาด

- SRPC รายงานกำไรสุทธิ 1Q22 ที่ 5.3 พันลบ. (เทียบกับ 1.9 พันลบ. ใน 4Q21 และ 2 พันลบ. ใน 1Q21) หากไม่รวมรายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ เราคาดว่ากำไรปกติอยู่ที่ 753 ลบ. เพิ่มขึ้น 18% เนื่องจากค่าการกลั่นที่สูงขึ้น ผลการดำเนินงานเป็นไปตามคาด
- ค่าการกลั่น: Accounting GRM อยู่ที่ US\$21/bbl ขณะที่ market GRM ไม่รวมกำไร/ขาดทุนจากสต็อกอยู่ที่ US\$8.5/bbl เพิ่มขึ้นจาก US\$6.0/bbl ใน 4Q21 สาเหตุหลักมาจากสเปรดที่สูงขึ้นสำหรับผู้ผลิตหลัก ปริมาณน้ำมันดิบเข้ากลั่นยังปรับตัวขึ้นเป็น 150kbd ใน 1Q22 (อัตราการใช้กำลังการผลิต 86%) เพิ่มขึ้นจาก 139kbd และ 137kbd ใน 4Q21 และ 1Q21 ตามลำดับ เนื่องจากอุปสงค์ภายในประเทศที่แข็งแกร่ง และความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนก๊าซเป็นน้ำมันจากผู้ผลิตไฟฟ้า

- ต้นทุน: เราคาดว่าต้นทุนเงินสดจะอยู่ที่ US\$4.5/bbl ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก US\$1.1/bbl ใน 4Q21 เนื่องจากค่าใช้จ่ายสำหรับน้ำมันร่วไหลที่ US\$42m ไม่รวมค่าใช้จ่ายนี้ เราคาดว่าต้นทุนต่อหน่วยอยู่ที่ US\$1.4/bbl
- รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ: เราคาดว่ากำไรจากสต็อกจะอยู่ที่ US\$164m (5.5 พันลบ.) ในไตรมาสนี้ บริษัทฯ ยังได้บันทึกกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 470 ลบ. และขาดทุนจากอนุพันธ์จำนวน 228 ลบ. ด้วย ตัวเลขทั้งหมดเป็นรายการก่อนหักภาษี
- แนวโน้ม: เราคิดว่ากำไร 2Q22 จะมีแนวโน้มลดลง ด้วยไม่มีกำไรจากสต็อก แต่คิดว่ากำไรปกติจะดีขึ้น เนื่องจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง QTD SPRC จะได้รับประโยชน์เต็มที่จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งใน 2Q22 เนื่องจากไม่มีตำแหน่งป้องกันความเสี่ยงซึ่งไม่เหมือนกับคู่แข่ง แนะนำ "ขาย"

| Income Statement (consolidated) |              |              |              |              |              |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Yr-end Dec (Bt m)               | 1Q21         | 2Q21         | 3Q21         | 4Q21         | 1Q22         |
| Revenue                         | 36,944       | 41,545       | 41,193       | 52,803       | 65,404       |
| <b>Gross profit</b>             | <b>138</b>   | <b>(217)</b> | <b>(170)</b> | <b>1,206</b> | <b>4,009</b> |
| SG&A                            | 238          | 267          | 220          | 24           | 1,683        |
| Operating profit                | (100)        | (484)        | (390)        | 1,182        | 2,326        |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>586</b>   | <b>226</b>   | <b>230</b>   | <b>1,809</b> | <b>2,943</b> |
| Other income                    | 13           | 13           | 16           | 20           | 16           |
| Other expense                   | 304          | (17)         | 50           | 97           | 228          |
| Interest expense                | 53           | 53           | 54           | 51           | 41           |
| <b>Profit before tax</b>        | <b>(444)</b> | <b>(507)</b> | <b>(478)</b> | <b>1,053</b> | <b>2,074</b> |
| Income tax                      | 501          | 222          | 28           | 414          | 1,321        |
| Equity & invest. income         |              |              |              |              |              |
| Minority interests              |              |              |              |              |              |
| Extraordinary items             | 2,951        | 1,503        | 619          | 1,216        | 4,532        |
| <b>Net profit</b>               | <b>2,006</b> | <b>773</b>   | <b>113</b>   | <b>1,855</b> | <b>5,284</b> |
| <b>Normalized profit</b>        | <b>(945)</b> | <b>(729)</b> | <b>(506)</b> | <b>639</b>   | <b>753</b>   |
| EPS (Bt)                        | 0.46         | 0.18         | 0.03         | 0.43         | 1.22         |
| Normalized EPS (Bt)             | (0.22)       | (0.17)       | (0.12)       | 0.15         | 0.17         |

| Balance Sheet (consolidated) |                |                |               |               |               |
|------------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Yr-end Dec (Bt m)            | 1Q21           | 2Q21           | 3Q21          | 4Q21          | 1Q22          |
| Cash & ST investment         | 2,988          | 3,432          | 1,436         | 2,945         | 1,437         |
| A/C receivable               | 9,417          | 10,356         | 10,087        | 13,219        | 21,739        |
| Inventory                    | 12,990         | 14,447         | 17,027        | 16,486        | 25,887        |
| Other current assets         | 320            | 285            | 147           | 81            | 110           |
| Investment                   |                |                |               |               |               |
| Fixed assets                 | 24,497         | 24,363         | 25,161        | 24,219        | 23,540        |
| Other assets                 | 2,318          | 2,144          | 2,218         | 1,776         | 840           |
| <b>Total assets</b>          | <b>52,531</b>  | <b>55,026</b>  | <b>56,075</b> | <b>58,726</b> | <b>73,552</b> |
| S-T debt                     | 1,879          | 2,406          | 2,539         | 4,680         | 4,566         |
| A/C payable                  | 10,488         | 11,396         | 10,979        | 13,961        | 23,632        |
| Other current liabilities    | 1,324          | 1,381          | 823           | 1,390         | 1,919         |
| L-T debt                     |                |                |               |               |               |
| Other liabilities            | 9,186          | 8,766          | 8,736         | 4,324         | 3,911         |
| Minority interest            |                |                |               |               |               |
| <b>Shareholders' equity</b>  | <b>29,654</b>  | <b>31,077</b>  | <b>32,998</b> | <b>34,371</b> | <b>39,524</b> |
| Working capital              | 11,920         | 13,406         | 16,135        | 15,745        | 23,994        |
| Total debt                   | 1,879          | 2,406          | 2,539         | 4,680         | 4,566         |
| <b>Net debt</b>              | <b>(1,109)</b> | <b>(1,026)</b> | <b>1,103</b>  | <b>1,735</b>  | <b>3,129</b>  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement 3M as   |            |              |           |              |              |
|--------------------------|------------|--------------|-----------|--------------|--------------|
| (Bt m)                   | q-q%       | y-y%         | % 2022F   | 2022F        | 2023F        |
| Revenue                  | 24         | 77           | 30        | 216,140      | 205,289      |
| <b>Gross profit</b>      | <b>233</b> | <b>2,813</b> | <b>60</b> | <b>6,688</b> | <b>4,567</b> |
| SG&A                     | 6,932      | 608          | 191       | 881          | 881          |
| Operating profit         | 97         | na           | 40        | 5,807        | 3,686        |
| <b>EBITDA</b>            | <b>63</b>  | <b>402</b>   | <b>34</b> | <b>8,681</b> | <b>6,604</b> |
| Other income             | (20)       | 21           | 40        | 40           | 70           |
| Other expense            | 135        | (25)         | na        |              |              |
| Interest expense         | (21)       | (23)         | 24        | 169          | 65           |
| <b>Profit before tax</b> | <b>97</b>  | <b>na</b>    | <b>37</b> | <b>5,678</b> | <b>3,691</b> |
| Income tax               | 219        | 163          | 66        | 2,002        | 865          |
| Equity & invest. income  |            |              | na        |              |              |
| Minority interests       |            |              | na        |              |              |
| Extraordinary items      | 273        | 54           | 104       | 4,365        | 667          |
| <b>Net profit</b>        | <b>185</b> | <b>163</b>   | <b>66</b> | <b>8,041</b> | <b>3,493</b> |
| <b>Normalized profit</b> | <b>18</b>  | <b>na</b>    | <b>20</b> | <b>3,676</b> | <b>2,826</b> |
| EPS (Bt)                 | 185        | 163          | 66        | 1.85         | 0.81         |
| Normalized EPS (Bt)      | 18         | na           | 20        | 0.85         | 0.65         |

| Financial Ratios (%)    |         |        |       |       |       |
|-------------------------|---------|--------|-------|-------|-------|
|                         | 1Q21    | 2Q21   | 3Q21  | 4Q21  | 1Q22  |
| Sales growth            | (6.2)   | 60.8   | 27.7  | 61.4  | 77.0  |
| Operating profit growth | na      | na     | na    | na    | na    |
| EBITDA growth           | na      | (78.9) | na    | 186.6 | 402.0 |
| Norm profit growth      | na      | na     | na    | na    | na    |
| Norm EPS growth         | na      | na     | na    | na    | na    |
| Gross margin            | 0.4     | (0.5)  | (0.4) | 2.3   | 6.1   |
| Operating margin        | (0.3)   | (1.2)  | (0.9) | 2.2   | 3.6   |
| EBITDA margin           | 1.6     | 0.5    | 0.6   | 3.4   | 4.5   |
| Norm net margin         | (2.6)   | (1.8)  | (1.2) | 1.2   | 1.2   |
| D/E (x)                 | 0.1     | 0.1    | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| Net D/E (x)             | (0.0)   | (0.0)  | 0.0   | 0.1   | 0.1   |
| Interest coverage (x)   | 11.1    | 4.3    | 4.2   | 35.2  | 72.5  |
| Interest rate           | 13.0    | 9.9    | 8.8   | 5.7   | 3.5   |
| Effective tax rate      | (113.0) | (43.9) | (5.9) | 39.4  | 63.7  |
| ROA                     | (7.6)   | (5.4)  | (3.6) | 4.4   | 4.6   |
| ROE                     | (13.5)  | (9.6)  | (6.3) | 7.6   | 8.1   |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRI, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 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 23 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุ่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นาง อัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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