

Star Petroleum Refining

SPRC TB / SPRC.BK

14 กุมภาพันธ์ 2561

กำไรพิเศษหนุนกำไรสุทธิไตรมาส 4/60 แนวโน้มผลการดำเนินงานดีขึ้นในอนาคต

Sector: Energy

NEUTRAL

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 19.30 บาท

ราคา (13/02/61): 16.70 บาท

กำไรสุทธิเป็นไปตามคาด แต่กำไรหลักพลาดเป้า

SPRC รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/60 ที่ 2,573 ล้านบาท ลดลง 8% YoY และ 9% QoQ หากไม่รวมกำไรจากสต็อกน้ำมัน 2,044 ล้านบาท และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 389 ล้านบาท กำไรหลักไตรมาส 4/60 จะอยู่ที่ 549 ล้านบาท ลดลง 72% YoY และ 76% QoQ โดยกำไรสุทธิออกมาใกล้เคียงกับประมาณการของเราและตลาด อย่างไรก็ตามกำไรหลักต่ำกว่าที่เรและตลาดคาด เนื่องจากค่าการกลั่นตลาดต่ำกว่าที่คาดการณ์

ประเด็นหลักผลประกอบการ

ปัจจัยหลักที่หนุนให้กำไรสุทธิแข็งแกร่งในไตรมาส 4/60 คือ การรับรู้กำไรจากสต็อกน้ำมันและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ในส่วนของการดำเนินงานนั้น กำไรหลักที่หดตัวมีสาเหตุมาจาก 1) ปริมาณน้ำมันดิบเข้ากลั่นที่ลดลง และ 2) ค่าการกลั่นตลาดที่อ่อนตัว โดยปริมาณน้ำมันดิบเข้ากลั่นลดลง 3% YoY และ 1% QoQ มาอยู่ที่ 159KBD เนื่องจากมีการหยุดซ่อมบำรุงหน่วยกลั่น RFCCU ในไตรมาส 4/60 เป็นระยะเวลา 20 วัน ในขณะที่ค่าการกลั่นตลาดลดลง 27% YoY และ 38% QoQ มาอยู่ที่ 5.51 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล ต่ำกว่าค่าการกลั่นอ้างอิงสิงคโปร์ ซึ่งปรับเพิ่มขึ้น 7% YoY (ลดลง 12% QoQ) เนื่องจากการหยุดซ่อมบำรุงบางหน่วยกลั่นส่งผลให้สัดส่วนการผลิตน้ำมันคุณภาพสูงลดลง

แนวโน้ม

ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์นับจากต้นไตรมาส 1/61 จนถึงปัจจุบันขยายตัว 1% YoY มาอยู่ที่ 6.50 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล หนุนโดยกลไกอุปสงค์-อุปทานที่ดีขึ้น โดยเฉพาะ middle distillates อย่างไรก็ตามส่วนต่างราคาก๊าซโซลีนปรับตัวลดลง 7% YoY มาอยู่ที่ 13.8 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล จากการที่ SPRC มีสัดส่วนการผลิตก๊าซโซลีนค่อนข้างมาก ดังนั้นคาดว่ากำไรหลักไตรมาส 1/61 คาดว่าจะลดลง YoY อย่างไรก็ตามกำไรหลักคาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ หนุนโดยปริมาณน้ำมันดิบเข้ากลั่นที่เพิ่มขึ้น (ไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่น) และค่าการกลั่นที่ปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากโรงกลั่นกลับมาดำเนินงานตามปกติตั้งแต่ปลายปีที่ผ่านๆมา ซึ่งจะส่งผลให้สัดส่วนผลิตภัณฑ์คุณภาพสูงกลับมาดีเช่นเดิม

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2561 ที่ 7,940 ล้านบาท ไร้มันเปลี่ยนแปลง

คำแนะนำ

เนื่องจากค่าการกลั่นยังคงแข็งแกร่งอยู่ในระดับเหนือ 7 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล รวมทั้งราคาน้ำมันดิบที่มีแนวโน้มพื้นฐานในช่วงสองสามสัปดาห์ข้างหน้า ดังนั้นราคาหุ้น SPRC น่าจะเริ่มปรับตัวดีขึ้น นอกจากนั้นความคาดหวังต่อการเติบโตของกำไรปี 2561 หนุนโดยค่าการกลั่นที่สูงขึ้น (จากการเติบโตของอุปสงค์ ในขณะที่กำลังการกลั่นใหม่เข้ามาเรื่อยๆ) กอปรกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสำหรับผลประกอบการช่วงครึ่งหลังของปี 2560 ที่สูงถึง 4.1% คาดว่าจะเป็นอีกปัจจัยหนุนราคาหุ้น ปัจจุบันหุ้น SPRC ซื้อขายที่ PER ณ สิ้นปี 2560 ที่ 9.1 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวของกลุ่มโรงกลั่นที่เราให้คำแนะนำที่ 11.5 เท่า อยู่ค่อนข้างมาก

บริษัทประกาศจ่ายปันผลจำนวน 0.68 บาทต่อหุ้น สำหรับผลประกอบการช่วงครึ่งหลังของปี 2560 คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 55% และ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 4.1% (จะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 17 เม.ย. และจ่ายเงินปันผลในวันที่ 3 พ.ค.)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	170,535	226,577	210,019	207,655
Net profit (Btm)	8,895	7,940	7,492	5,583
EPS (Bt)	2.05	1.83	1.73	1.29
EPS growth (%)	+2.4%	-10.7%	-6%	-25.5%
Core profit (Btm)	5,648	7,133	7,492	5,583
Core EPS (Bt)	1.30	1.65	1.73	1.29
Core EPS growth (%)	-7.4%	+26.3%	+5%	-25.5%
PER (x)	8.3	9.1	9.7	13.0
PBV (x)	1.8	1.6	1.5	1.4
Dividend (Bt)	1.1	0.9	0.9	0.6
Dividend yield (%)	6.7	5.5	5.2	3.9
ROE (%)	21.2	18.0	15.6	10.9

CG/Anti-corruption



Declared

สุปพตา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

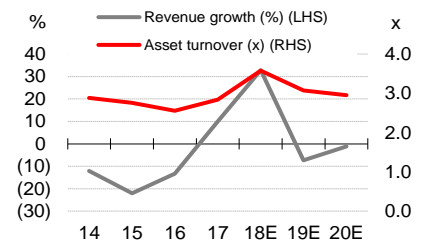
suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

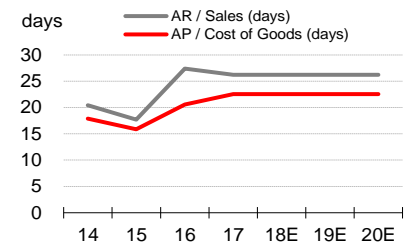
SPRC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	155,082	170,535	226,577	210,019	207,655
Cost of sales and services	(146,265)	(162,304)	(215,929)	(199,381)	(199,381)
Gross profit	8,817	8,231	10,648	10,638	8,274
SG&A	(914)	(943)	(1,443)	(1,337)	(1,322)
EBIT	7,903	7,289	9,205	9,301	6,952
Interest expense	(94)	(92)	(185)	(21)	(21)
Other income/exp.	42	46	(28)	(34)	(41)
EBT	7,851	7,242	8,992	9,246	6,891
Corporate tax	(2,261)	(2,029)	(1,860)	(1,755)	(1,308)
After-tax net profit (loss)	5,590	5,213	7,133	7,492	5,583
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	3,098	3,682	808	0	0
Net profit (loss)	8,688	8,895	7,940	7,492	5,583
Reported EPS	2.00	2.05	1.83	1.73	1.29
Core net profit	6,100	5,648	7,133	7,492	5,583
Core EPS	1.41	1.30	1.65	1.73	1.29
EBITDA	10,823	10,117	12,117	12,238	9,915
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(13.3)	10.0	32.9	(7.3)	(1.1)
Gross margin (%)	5.7	4.8	4.7	5.1	4.0
EBITDA margin (%)	7.0	5.9	5.3	5.8	4.8
Operating margin (%)	5.1	4.3	4.1	4.4	3.3
Net margin (%)	5.6	5.2	3.5	3.6	2.7
Core profit margin (%)	3.9	3.3	3.1	3.6	2.7
ROA (%)	14.3	14.8	12.5	11.0	7.9
ROCE (%)	19.6	19.2	17.2	15.0	10.7
Asset turnover (x)	2.6	2.8	3.6	3.1	3.0
Current ratio (x)	1.7	1.7	2.1	2.5	2.7
Gearing ratio (x)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	83.7	79.0	49.7	451.7	337.6
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	233	2,171	2,633	10,450	13,737
Accounts receivable	11,647	12,253	16,280	15,090	14,920
Inventory	11,776	14,244	18,951	17,498	17,498
PP&E-net	36,171	30,791	28,695	26,571	24,420
Other assets	311	241	233	75	79
Total assets	60,188	59,797	66,892	69,791	70,766
Accounts payable	8,232	10,025	13,337	12,315	12,315
ST debts & current portion	3,840	2,354	0	0	0
Long-term debt	2,580	0	2,000	2,000	0
Other liabilities	1,598	848	863	879	895
Total liabilities	18,469	17,696	20,821	19,974	18,158
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Retained earnings	11,672	15,769	19,739	23,485	26,277
Shareholders equity	41,719	42,101	46,071	49,817	52,608
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	60,188	59,797	66,892	69,791	70,766
CASH FLOW (Btm)					
Net income	10,949	10,925	9,800	9,246	6,891
Depreciation and amortization	2,920	2,828	2,912	2,938	2,963
Change in working capital	(4,167)	3,117	5,421	(1,620)	(170)
FX, non-cash adjustment & others	(2,066)	(6,010)	(14,893)	1,655	(789)
Cash flows from operating activities	7,637	10,860	3,239	12,219	8,895
Capex (Invest)/Divest	(537)	(503)	(804)	(652)	(813)
Others	0	0	(3)	(4)	(4)
Cash flows from investing activities	(537)	(503)	(807)	(656)	(817)
Debt financing (repayment)	2,429	(3,614)	2,000	0	(2,000)
Equity financing	(3,580)	0	0	0	0
Dividend payment	(9,502)	(4,799)	(3,970)	(3,746)	(2,792)
Others	0	0	(3)	(4)	(4)
Cash flows from financing activities	(10,654)	(8,413)	(1,970)	(3,746)	(4,792)
Net change in cash	(3,554)	1,944	462	7,817	3,287
Free cash flow (Btm)	7,100	10,357	2,435	11,567	8,082
FCF per share (Bt)	1.6	2.4	0.6	2.7	1.9
Key assumptions					
Refinery throughput (KBD)	162.4	152.4	161.7	134.2	160.1
Market GRM (\$/bbl)	6.7	7.3	7.5	7.5	6.5

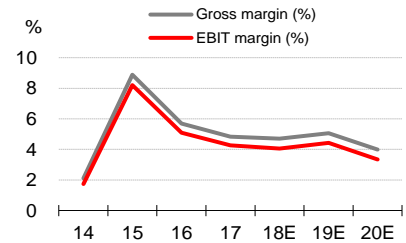
Revenue growth and asset turnover



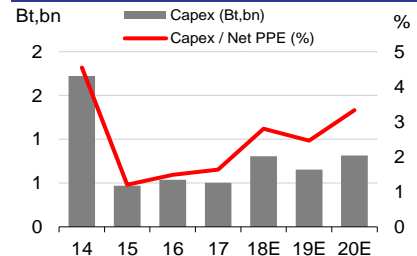
A/C receivable & A/C payable days



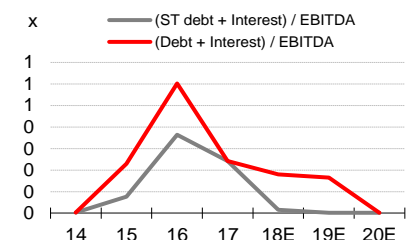
Profit margins



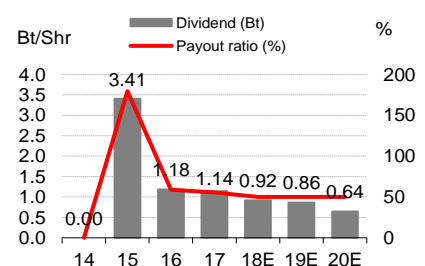
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SPRC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Revenue	44,299	44,880	37,748	42,572	45,335
Cost of sales and services	(41,603)	(42,194)	(36,252)	(39,499)	(44,359)
Gross profit	2,695	2,685	1,496	3,074	977
SG&A	(251)	(268)	(209)	(223)	(243)
EBIT	2,444	2,417	1,287	2,851	734
Interest expense	(29)	(27)	(25)	(23)	(18)
Other income/exp.	10	15	11	8	12
EBT	2,425	2,406	1,273	2,836	727
Corporate tax	(763)	(692)	(115)	(635)	(587)
After-tax net profit (loss)	1,662	1,714	1,157	2,202	140
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	1,148	1,196	(564)	618	2,433
Net profit (loss)	2,810	2,909	594	2,819	2,573
Reported EPS	0.65	0.67	0.14	0.65	0.59
Fully diluted EPS	0.59	0.61	0.12	0.59	0.54
Core net profit	1,928	1,808	1,010	2,280	549
Core EPS	0.40	0.38	0.21	0.48	0.12
EBITDA	3,214	3,150	2,000	3,546	1,420

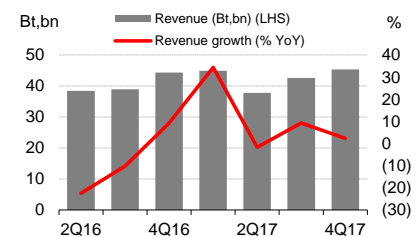
KEY RATIOS

Gross margin (%)	6.1	6.0	4.0	7.2	2.2
EBITDA margin (%)	7.3	7.0	5.3	8.3	3.1
Operating margin (%)	5.5	5.4	3.4	6.7	1.6
Net margin (%)	6.3	6.5	1.6	6.6	5.7
Core profit margin (%)	4.4	4.0	2.7	5.4	1.2
BV (Bt)	9.6	9.9	9.3	9.3	9.7
ROE (%)	28.3	27.5	5.7	28.0	25.0
ROA (%)	19.2	18.9	4.0	20.2	17.7
Current ratio (x)	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	83.6	90.7	52.1	124.7	40.5

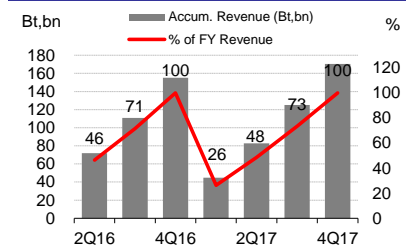
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	233	4,658	197	1,413	2,171
Accounts receivable	11,647	10,430	6,914	9,686	12,253
Inventory	11,776	13,695	14,993	12,817	14,244
PP&E-net	36,171	34,143	33,110	31,976	30,791
Other assets	311	276	251	224	241
Total assets	60,188	63,279	55,538	56,207	59,797
Accounts payable	8,232	10,789	8,036	9,787	10,025
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	1,598	1,221	1,134	1,019	848
Total liabilities	18,469	20,308	15,252	15,835	17,696
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Retained earnings	11,672	14,581	12,380	13,196	15,769
Shareholders' equity	41,719	42,971	40,286	40,372	42,101
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	60,188	63,279	55,538	56,207	59,797
Key operating data	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Market GRM (US\$/bbl)	7.5	8.0	6.9	8.9	5.5
Refinery throughput (barrel/day)	163,300	158,600	130,600	161,100	159,200

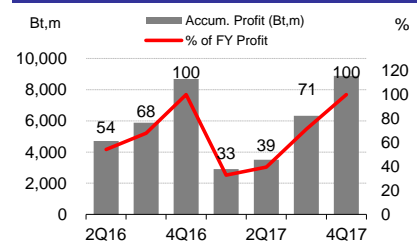
Revenue trend



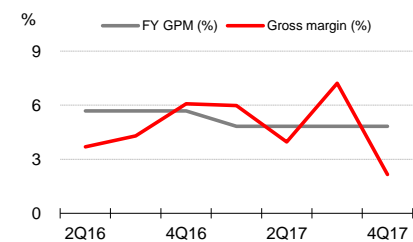
Revenue trend (accumulated)



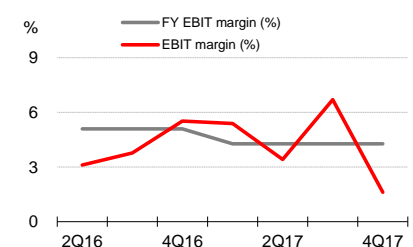
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Star Petroleum Refining Plc (SPRC) is a leading oil refinery and petroleum product producer in Thailand and the Asia-Pacific region. It is Thailand's fifth-largest refinery with a total capacity of 165,000 barrels per day. SPRC's refinery is complex, so has a wide product slate, including LPG, polymer-grade propylene (PGP), gasoline, jet oil, diesel, and fuel oil.

Figure 1 : 4Q17 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q17	4Q16	YoY %	3Q17	QoQ %	2017	2016	YoY %
Income Statement								
Revenue	45,335	44,299	2	42,572	6	170,535	155,082	10
Cost of sales and services	(44,359)	(41,603)	7	(39,499)	12	(162,304)	(146,265)	11
EBITDA	1,420	3,214	(56)	3,546	(60)	10,117	10,823	(7)
SG&A	(243)	(251)	(3)	(223)	9	(943)	(914)	3
EBIT	734	2,444	(70)	2,851	(74)	7,289	7,903	(8)
Interest expense	(18)	(29)	(38)	(23)	(21)	(92)	(94)	(2)
Other income/exp.	12	10	15	8	37	46	42	9
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Extra items	2,433	1,148	112	618	294	3,682	3,098	19
EBT	727	2,425	(70)	2,836	(74)	7,242	7,851	(8)
Corporate tax	(587)	(763)	(23)	(635)	(8)	(2,029)	(2,261)	(10)
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Net profit (loss)	2,573	2,810	(8)	2,819	(9)	8,895	8,688	2
Reported EPS	0.59	0.65	(8)	0.65	(9)	2.05	2.00	2
Core net profit	549	1,928	(72)	2,280	(76)	5,648	6,100	(7)
Key ratios								
Gross margin (%)	2.2	6.1		7.2		4.8	5.7	
EBITDA margin (%)	3.1	7.3		8.3		5.9	7.0	
EBIT margin (%)	1.6	5.5		6.7		4.3	5.1	
SG&A / Revenue (%)	0.5	0.6		0.5		0.6	0.6	
Tax rate (%)	80.7	31.5		22.4		28.0	28.8	
Net margin (%)	5.7	6.3		6.6		5.2	5.6	
Current ratio (x)	1.7	1.7		1.7		1.7	1.7	
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0	
Interest coverage (x)	40.5	n.m.		124.7		79.0	83.7	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	2,171	233	832	1,413	54			
Total assets	59,797	60,188	(1)	56,207	6			
ST debts & current portion	0	0	nm	0	nm			
Long-term debt	0	0	nm	0	nm			
Total liabilities	17,696	18,469	(4)	15,835	12			
Retained earnings	15,769	11,672	35	13,196	19			
Shareholders equity	42,101	41,719	1	40,372	4			
Minority interests	0	0	nm	0	nm			
BV (Bt)	9.7	9.6	1	9.3	4			

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIPS WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
SCCC, MILL, SDC, GULF	GULF, HUMAN, THG

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.