



Star Petroleum Refining PCL

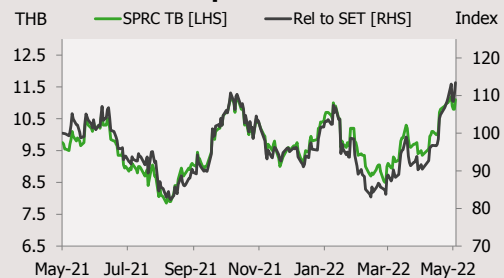
SPRC TB Outperform

Target Price	Bt	11.90
Price (13/05/2022)	Bt	11.10
Upside	%	7.21
Valuation	PBV	
Sector	Energy & Utilities	
Market Cap	Btm	48,129
30-day avg turnover	Btm	359.86
No. of shares on issue	m	4,336
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	172,484	250,786	208,913	199,784
Core profit (Btmn)	4,821	8,425	5,632	6,938
Net profit (Btmn)	4,746	6,425	5,632	6,938
Net EPS (Bt)	1.09	1.48	1.30	1.60
DPS (Bt)	0.18	0.89	0.78	0.96
BVPS (Bt)	7.90	8.50	9.01	9.65
Net EPS growth (%)	179.04	35.36	-12.34	23.19
ROA (%)	9.02	10.09	8.30	10.20
ROE (%)	15.61	18.02	14.79	17.10
Net D/E (x)	0.15	-0.02	-0.14	-0.22
Valuation				
P/E (x)	10.17	7.51	8.57	6.96
P/BV (x)	1.40	1.31	1.23	1.15
EV/EBITDA (%)	5.85	3.55	4.08	3.21
Dividend yield (%)	1.60	7.99	7.00	8.62

SPRC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Jakapong Chawengsri

Jakapong.c@kasikornsecurities.com

17 May 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

แนวโน้มอุตสาหกรรมที่ดีพร้อมเงินปันผลที่สูง

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 11.90 บาท จากแนวโน้มอุตสาหกรรมโรงกลั่นที่ดี และ DY ที่สูงมาก อีกทั้งไม่รับรู้ผลขาดทุนป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมัน
- ▶ อุตสาหกรรมโรงกลั่นมีแนวโน้มที่ดีในระยะยาวจากอุปสงค์น้ำมันที่เพิ่มขึ้น แต่สต็อกน้ำมันสำเร็จรูปอยู่ต่ำสุดในรอบ 5 ปี โดยส่วนต่างราคามีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอีก
- ▶ SPRC จะเป็น 1 ใน โรงกลั่นไม่กี่แห่งที่จะมีกำไรสุทธิดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/65 คาดจะเริ่มจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล แต่ไม่มีแผนที่จะกลับมาใช้ SPM ในเร็ว ๆ นี้

Investment Highlights

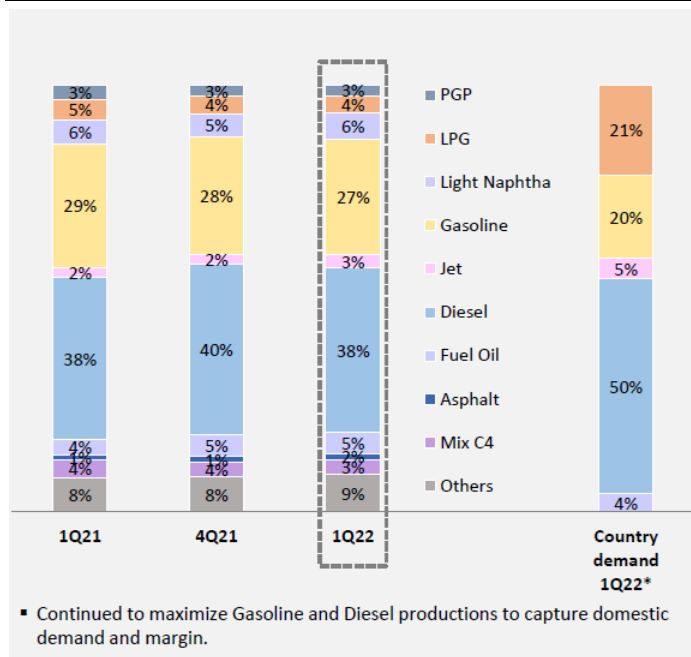
- ▶ คาดตลาดโรงกลั่นในภูมิภาคจะคงดีต่อเนื่อง ผู้บริหาร SPRC คาดว่าตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปในภูมิภาคจะยังคงดีต่อเนื่อง เนื่องจากความต้องการใช้น้ำมันในภูมิภาคจะยังคงเติบโต โดยมี upside จากอุปสงค์นำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้นจากยุโรปเพื่อทดแทนการซื้อน้ำมันจากรัสเซีย ขณะที่สต็อกน้ำมันในภูมิภาคอยู่ที่ต่ำสุดในรอบ 5 ปี สำหรับทุกผลิตภัณฑ์ ด้วยสภาพแวดล้อมดังกล่าวคาดว่าจะช่วยให้ส่วนต่างราคาน้ำมันสำเร็จรูปจะยังคงอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะส่วนต่างราคาดีเซลและน้ำมันอากาศยาน
- ▶ แผนเพิ่มการใช้ประโยชน์โรงกลั่น SPRC มีแผนที่จะเพิ่มอัตรากลั่นเป็น 90-95% เพื่อรองรับส่วนต่างราคาน้ำมันสำเร็จรูปที่สูงขึ้น อีกทั้งจะเปลี่ยนสัดส่วนน้ำมันดิบเพื่อผลิตน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยานมากขึ้น ทั้งนี้ ความเป็นไปได้ในการเพิ่มอัตราการผลิตของโรงกลั่นเพิ่มเติมกำลังการผลิตจะขึ้นอยู่กับเศรษฐศาสตร์การกลั่นที่หน่วยกลั่นน้ำมันดิบ (CDU) และข้อจำกัดที่หน่วยกำจัดสารปนเปื้อน ขณะที่การใช้กำลังการผลิตของหน่วยแครกกเกอร์ FCCU จะยังถูกดำเนินการอย่างเต็มกำลังการผลิตตลอดเวลา
- ▶ ไม่มีนโยบายทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมัน SPRC ไม่มีแผนที่จะทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมัน ซึ่งจะช่วยให้โรงกลั่นสามารถได้รับประโยชน์ทั้งหมดจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่พุ่งสูงขึ้นเมื่อเร็ว ๆ นี้ ไม่ว่าจะเป็นน้ำมันกลุ่มดีเซลหรือน้ำมันเบนซิน ในขณะที่ผลขาดทุนจากกองทุนทางการเงินที่เห็นในไตรมาส 1/2565 เกิดจากการป้องกันความเสี่ยงของสกุลเงินสำหรับเงินกู้ยืมในสกุลเงินเยนของญี่ปุ่น (JPY) ซึ่งจะลดลงในเร็ว ๆ นี้ จากการชำระคืนเงินต้นของเงินกู้ดังกล่าวและค่าเงินเยนที่มีเสถียรภาพมากขึ้นในไตรมาส 2/2565
- ▶ ไม่มีแผนที่จะกลับมาดำเนินการ SPM ในเร็ว ๆ นี้ บริษัทฯ ยังไม่มีไทม์ไลน์ที่แน่นอนในการกลับมาใช้ทุนรับน้ำมันดิบหรือ Single-Point Mooring unit (SPM) ซึ่งเป็นสาเหตุของการรั่วไหลของน้ำมันครั้งล่าสุด โดย SPRC ต้องทำให้แน่ใจว่าจะสามารถกลับมาใช้ทุนรับน้ำมันได้อย่างปลอดภัยและมีเสถียรภาพก่อนเริ่มดำเนินการอีกครั้ง โดยขณะนี้อยู่ระหว่างกระบวนการตรวจสอบหาสาเหตุของการรั่วไหลที่ท่ออ่อนของ SPM นอกจากนี้ ผู้บริหารเชื่อว่าได้มีการบันทึกค่าใช้จ่ายสำหรับเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลเกือบทั้งหมดแล้วในไตรมาส 1/2565 ที่ 42 ดอลลาร์สหรัฐ และไม่น่าจะมีค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์นี้ที่มีนัยสำคัญอีก
- ▶ คาดจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล SPRC มีแผนที่จะกลับมาจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลในปี 2565 โดยอัตราส่วนการจ่ายจะพิจารณาจากกำไรปกติ เนื่องจากกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันยังคงมีความไม่แน่นอน อย่างไรก็ตาม ด้วยแนวโน้มกำไรช่วงครึ่งแรกของปีนี้ที่แข็งแกร่ง แม้จะไม่รวมกำไรจากสต็อกน้ำมัน เราคาดว่าสมมติฐานเงินปันผลปี 2565 ของเราที่ 0.89 บาท/หุ้น ยังมีความเป็นไปได้หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนที่ 8% และปัจจัยเสี่ยงเปลี่ยนเป็น upside

Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 11.9 บาท เราคาดว่าราคาหุ้น SPRC จะมีเม็ดเงินเติบโตจากวัฏจักรอุตสาหกรรมโรงกลั่นในระยะยาวที่แข็งแกร่ง และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลค่อนข้างสูงที่ 8% นอกจากนี้ SPRC ยังเป็นหนึ่งในบริษัทโรงกลั่นไม่กี่แห่งที่คาดว่าจะรายงานกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/2565 ได้ จากค่าการกลั่น (GRM) ที่สูงขึ้นอย่างมาก และค่าใช้จ่ายที่พิเศษจากการรั่วไหลของน้ำมันที่ลดลง ในขณะที่ ราคาหุ้น SPRC ขณะนี้ซื้อขายที่ PBV ปี 2566 ที่ 1.23 เท่า หรือที่เพียงระดับเฉลี่ยในอดีต ดังนั้น เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" SPRC ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 อิงตาม PBV ที่ 1.27 เท่า (+0.5x S.D.) อยู่ที่ 11.90 บาท



Fig 1 SPRC's product yield



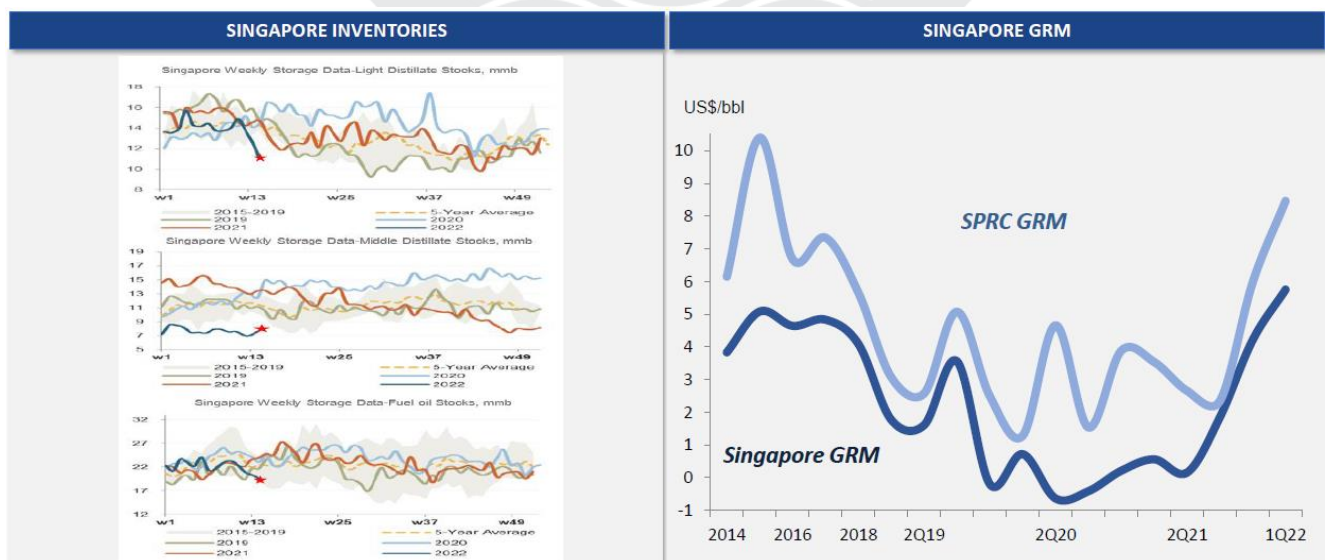
Source: Company data

Fig 2 Update of SPM situation

Operational	Without SPM operation, the Company transfer crude by ship to ship for ME crude purchasing.
Investigation	Conducting a thorough investigation to get to the root cause of the failure.
Environmental	Engaged expert for environmental restoration, including a broad Environmental Impact Assessment.
Financial	Recognized the expenses and provisions relating to SPM incident amounting approx. US\$ 42 M in 1Q/22.
Insurance	Working with the insurer to maximize the recovery from insurance.
Financial Relief	Providing reasonable and fair financial relief to those that have been impacted in a timely manner.

Source: Company data

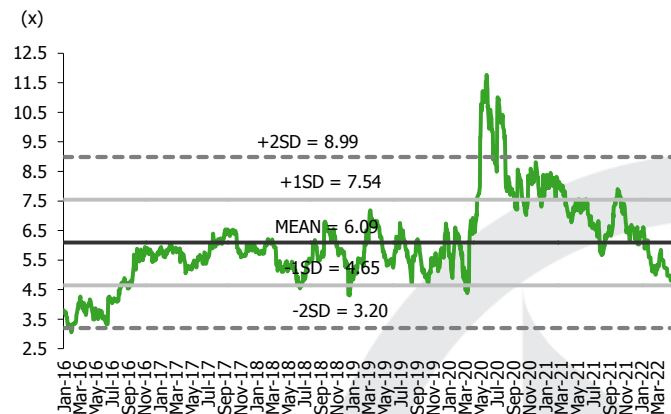
Fig 3 5-year low refined oil product inventories to support strong Singapore GRM



Source: Company data

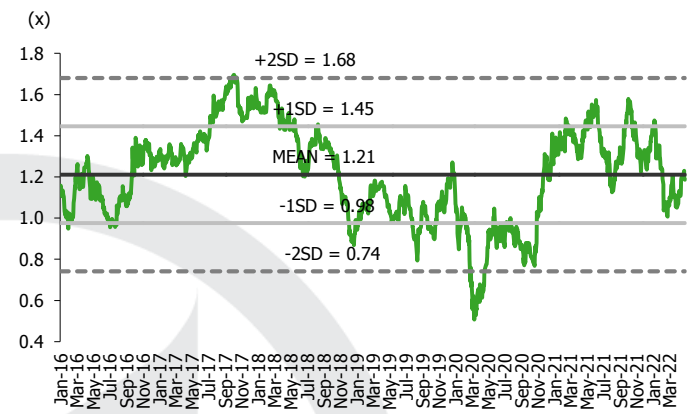


Fig 4 SPRC 12-months forward EV/EBITDA



Source: Bloomberg

Fig 5 SPRC 12-months forward PBV



Source: Bloomberg

Fig 6 Stock comparison

Stock	Rating	Price (Bt) 13-May-22	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x) 2022E	2023E	P/BV (x) 2022E	2023E	EV/EBITDA (x)* 2022E	2023E	Net profit grth (%) 2022E	2023E	Div. yield (%) 2022E	2023E	ROE (%) 2022E	2023E
BCP	OP	34.25	36.00	5.1	6.39	13.05	0.81	0.80	3.13	5.40	-3.24	-51.01	5.84	5.84	13.2	6.2
ESSO	OP	9.15	9.60	4.9	4.59	7.64	1.36	1.23	2.63	4.02	55.34	-39.96	8.72	5.24	32.5	16.9
SPRC	OP	11.10	11.90	7.2	7.51	8.57	1.31	1.23	3.12	4.07	35.36	-12.34	7.99	7.00	18.0	14.8
TOP	OP	56.00	66.25	18.3	7.58	9.01	0.89	0.85	7.43	6.96	19.76	-15.79	4.64	4.64	12.1	9.6
IRPC	N	3.10	3.55	14.5	8.92	64.65	0.70	0.71	7.16	9.97	-51.03	-86.20	4.84	3.87	8.0	1.1
PTTGC	N	44.25	50.00	13.0	11.45	12.96	0.62	0.61	8.55	8.15	-61.27	-11.63	5.65	5.65	5.4	4.7
Simple Average					0.13	19.31	0.95	0.90			-32.16	-29.59	6.28	5.37	14.9	8.9

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	130,163	172,484	250,786	208,913	199,784
Cost of sales and services	-137,169	-165,598	-239,535	-200,550	-189,714
Gross Profit	-7,006	6,886	11,252	8,363	10,070
SG&A	-911	-749	-1,064	-1,146	-1,216
Other income	71	62	125	104	100
EBIT	-7,383	6,125	8,313	7,322	8,954
EBITDA	-5,023	9,124	13,343	10,462	12,208
Interest expense	-177	-212	-282	-282	-282
Equity earnings	0	0	0	0	0
EBT	-7,560	5,913	8,031	7,040	8,672
Income tax	1,555	-1,166	-1,606	-1,408	-1,734
NPAT	-6,005	4,746	6,425	5,632	6,938
Minority Interest	0	0	0	0	0
Core Profit	-6,468	4,821	8,425	5,632	6,938
Extraordinary items	144	-433	-2,000	0	0
FX gain (loss)	320	359	0	0	0
Reported net profit	-6,005	4,746	6,425	5,632	6,938

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	1,635	2,945	8,912	13,634	17,181
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	8,515	13,219	15,131	12,604	12,053
Inventories	9,052	16,486	15,759	12,654	11,836
Other current assets	121	81	1,379	1,149	1,099
Total current assets	19,323	32,731	41,180	40,041	42,169
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	24,156	24,219	25,624	25,282	24,929
Other assets	3,062	1,776	1,794	1,812	1,830
Total assets	46,541	58,726	68,598	67,136	68,929
Short-term debt	1,380	4,680	4,680	4,680	4,680
Accounts payable	7,821	13,961	18,383	15,352	14,554
Other current liabilities	1,539	1,390	4,261	3,567	3,373
Total current liabilities	10,740	20,031	27,324	23,599	22,607
Long-term debt	8,857	3,374	3,374	3,374	3,374
Other liabilities	517	950	960	969	979
Total liabilities	20,114	24,355	31,657	27,942	26,960
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Reserves & others, net	-4,447	-1,207	-1,207	-1,207	-1,207
Retained earnings	-108	4,596	7,165	9,418	12,193
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	26,427	34,371	36,941	39,193	41,968
Total equity & liabilities	46,541	58,726	68,598	67,136	68,929

Key Assumptions

Oil price (USD/bbl)	43	69	95	70	65
Market GRM (USD/bbl)	2.8	3.7	6.0	7.2	7.4
Inventory gain/loss (USD/bbl)	-3.8	3.8	2.2	-0.8	0.0
Refinery crude intake (KBD)	143	135	160	171	171
Dividend payout ratio	0	16	60	60	60

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	-6,005	4,746	6,425	5,632	6,938
Depreciation & amortization	2,823	2,925	3,030	3,140	3,254
Change in working capital	2,661	-6,107	4,810	2,136	427
Others	2,159	619	-1,789	-61	-70
CF from operation activities	1,638	2,183	12,477	10,847	10,550
Capital expenditure	-2,464	798	-2,637	-2,728	-2,822
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	-978	1,286	-18	-18	-18
CF from investing activities	-3,442	2,084	-2,655	-2,746	-2,840
Cash dividend	0	-774	-3,855	-3,379	-4,163
Net proceeds from debt	3,418	-2,183	-0	-0	-0
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	3,418	-2,957	-3,855	-3,379	-4,163
Net change in cash	1,615	1,310	5,967	4,722	3,547

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	-1.38	1.09	1.48	1.30	1.60
Core EPS	-1.49	1.11	1.94	1.30	1.60
DPS	0.00	0.18	0.89	0.78	0.96
BV	6.08	7.90	8.50	9.01	9.65
EV	13.08	12.27	10.90	9.82	9.00
Free Cash Flow	-0.19	0.69	2.26	1.87	1.78

Valuation analysis

Reported P/E (x)	-8.04	10.17	7.51	8.57	6.96
Core P/E (x)	-7.46	10.01	5.73	8.57	6.96
P/BV (x)	1.83	1.40	1.31	1.23	1.15
EV/EBITDA (x)	-11.32	5.85	3.55	4.08	3.21
Price/Cash flow (x)	29.46	22.11	3.87	4.45	4.58
Dividend yield (%)	0.00	1.60	7.99	7.00	8.62

Profitability ratios

Gross margin (%)	-5.38	3.99	4.49	4.00	5.04
EBITDA margin (%)	-3.86	5.29	5.32	5.01	6.11
EBIT margin (%)	-5.67	3.55	3.31	3.50	4.48
Net profit margin (%)	-4.61	2.75	2.56	2.70	3.47
ROA (%)	-11.91	9.02	10.09	8.30	10.20
ROE (%)	-20.39	15.61	18.02	14.79	17.10

Liquidity ratios

Current ratio (x)	1.80	1.63	1.51	1.70	1.87
Quick ratio (x)	0.95	0.81	0.88	1.11	1.29

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	0.76	0.71	0.86	0.71	0.64
Net debt/EBITDA (x)	-1.71	0.56	-0.06	-0.53	-0.75
Net debt/equity (x)	0.33	0.15	-0.02	-0.14	-0.22
Int. coverage ratio (x)	-41.63	28.91	29.49	25.97	31.76

Growth

Revenue (%)	-22.91	32.51	45.40	-16.70	-4.37
EBITDA (%)	-247.28	281.64	46.25	-21.59	16.70
Reported net profit (%)	-113.79	179.04	35.36	-12.34	23.19
Reported EPS (%)	-113.18	179.04	35.36	-12.34	23.19
Core profit (%)	-94.04	174.52	74.76	-33.15	23.19
Core EPS (%)	-93.48	174.52	74.76	-33.15	23.19

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.