

Initial Coverage

บริษัท สตาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน)



9 สิงหาคม 2566

ดาวเด่นโรงกลั่นภายใต้เครือเชฟรอน

SPRC เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการโรงกลั่นชั้นนำของไทย กำลังการผลิต 1.75 แสน บาร์เรล/วัน โดยมีจุดแข็งทั้งด้านโรงกลั่นที่มีประสิทธิภาพสูงสุดในเอเชียแปซิฟิก และฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ พร้อมอัตราการจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 50% จึงถือเป็นอีกหนึ่งตัวเลือกที่น่าสนใจสำหรับการลงทุนเพื่อรับปันผลเฉลี่ย 4% ต่อปี ในระยะยาว งวด 2Q66 แม้จะเผชิญผลขาดทุนสุทธิ 2.1 พันล้านบาท แต่เชื่อเป็นช่วงต่ำสุดของปี และคาดกำไรในช่วง 2H66 จะทยอยปรับตัวดีขึ้นตามลำดับ

ประเมิน FV ปี 2566 (DCF) อยู่ที่ 10.0 บาท/หุ้น เทียบเท่า PER 19.9 เท่า แม้สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ แต่คาดจะปรับตัวลดลงในปี 2567 เหลือ 9.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ช่วงสั้นๆ แม้ไม่มีการจ่ายปันผลระหว่างกาล ต้องรอปันผลถึงปี 2566 แต่คาด DIVIDEND YIELD ราว 2.5% รวมถึงผลการดำเนินงานปกติช่วง 2H66 จะพลิกกลับมาเป็นกำไรที่เติบโตกว่า 1H66 ได้ อีกทั้งยังมีจุดเด่นด้าน D/E ที่ต่ำสุดในกลุ่ม ดังนั้นคาดผลตอบแทนจากการลงทุนน่าจะใกล้เคียงกับกลุ่มฯ และ SET ได้

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
รายได้รวม (ล้านบาท)	172,484	285,264	259,103	218,177	201,646
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	4,746	7,674	1,924	3,878	2,831
กำไรปกติ (ล้านบาท)	(1,309)	10,642	1,924	3,878	2,831
EPS (บาท)	1.09	1.77	0.44	0.89	0.65
PER (x)	8.08	5.00	19.94	9.89	13.55
BVS	7.93	8.93	9.22	9.67	9.94
DPS (บาท)	0.18	1.11	0.22	0.45	0.33
Dividend Yield (%)	2.02%	12.54%	2.51%	5.05%	3.69%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	4,336	4,336	4,336	4,336	4,336

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideway

แนวรับ : 8.15 บาท

แนวต้าน : 9.40/10.60 บาท

SPRC

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	8.85
ราคาเป้าหมาย (บาท)	10.00
Upside (%)	12.99
Dividend yield (%)	2.51

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2566F	0.44	0.92	-52%
2567F	0.89	1.18	-25%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

Arabesque S-Ray	58.02
Moody's	-
MSCI	-
Refinitiv	54.57
S&P	26.94

ที่มา: Settrade

CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง

ที่มา: IAA CONSENSUS

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ธัญญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX

Initial Coverage

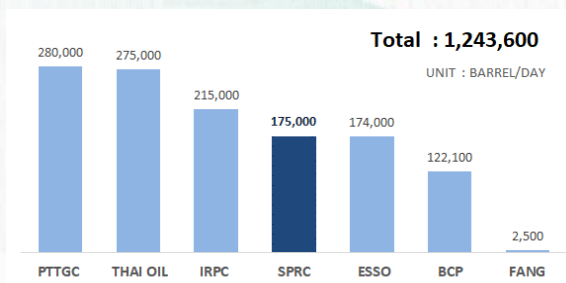
ดาวเด่นของเซฟรอน ในธุรกิจโรงกลั่นของไทย

บริษัท สตาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน) (SPRC) เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมชั้นนำของประเทศไทย โดยมีเซฟรอนเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สัดส่วน 60.6% ของจำนวนหุ้นสามัญ ส่วนที่เหลืออีก 39.4% มาจากประชาชนทั่วไป ซึ่งโรงกลั่นของ SPRC ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมมาบตาพุด จังหวัดระยอง ปัจจุบันมีกำลังการกลั่นน้ำมันดิบ 1.75 แสนบาร์เรล/วัน คิดเป็นสัดส่วน 14.1% ของกำลังการผลิตโรงกลั่นน้ำมันในประเทศไทย มีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 4 รองจาก PTTGC, TOP, และ IRPC ตามลำดับ

ผู้ถือหุ้น 10 รายแรกของ SPRC

อันดับ	ผู้ถือหุ้น	จำนวน (ล้านบาท)	%
1	CHEVRON SOUTH ASIA HOLDINGS PTE LTD	2,625.9	60.6
2	บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	281.8	6.5
3	SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES LIMITED	102.7	2.4
4	NORTRUST NOMINEES LIMITED-NT0 SEC LENDING THAILAND CL AC	75.5	1.7
5	THE BANK OF NEW YORK MELLON	59.5	1.4
6	STATE STREET EUROPE LIMITED	56.1	1.3
7	SOUTH EAST ASIA UK (TYPE A) NOMINEES LIMITED	47.5	1.1
8	THE BANK OF NEW YORK (NOMINEES) LIMITED	39.0	0.9
9	กองทุนเม็ค ไทยพาณิชย์หุ้นระยะยาวมีผล 70/30	30.9	0.7
10	สำนักงานประกันสังคม โดย บจก.ไทยพาณิชย์ จำกัด	25.4	0.6

กำลังการผลิตโรงกลั่นทั้งหมดในประเทศไทย

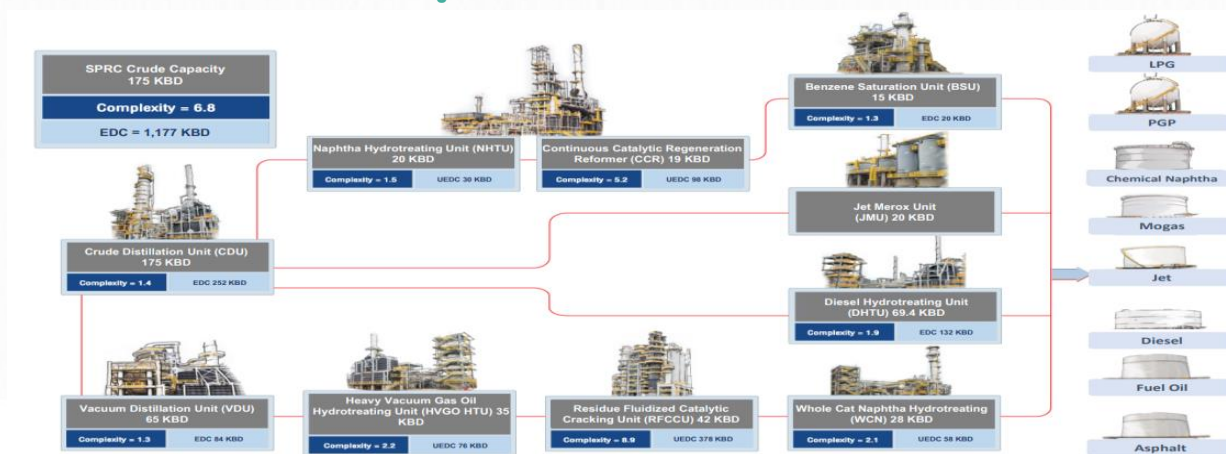


หมายเหตุ: ข้อมูล ณ วันที่ 10 มี.ค. 2566, ที่มา: SET

ที่มา: EPPO

จุดเด่นของโรงกลั่นน้ำมัน SPRC ถือเป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันที่มีประสิทธิภาพสูงสุดในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก โดยถูกออกแบบให้มีหน่วยปรับปรุงคุณภาพน้ำมัน (complex cracking refinery) ที่ทันสมัย และมีประสิทธิภาพในการใช้พลังงาน ทำให้กระบวนการกลั่นมีความยืดหยุ่นสูง และมีความสามารถปรับปรุงน้ำมันเตาในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญมาเป็นผลิตภัณฑ์น้ำมันเชื้อเพลิงขนส่งชนิดอื่นๆที่มีมูลค่าสูงกว่า ได้แก่ น้ำมันอากาศยาน น้ำมันเบนซิน และน้ำมันดีเซล จึงช่วยให้ SPRC มีค่าการกลั่นที่สูงกว่าโรงกลั่นน้ำมันประเภท Hydroskimming

รูปแบบโรงกลั่นน้ำมันของ SPRC

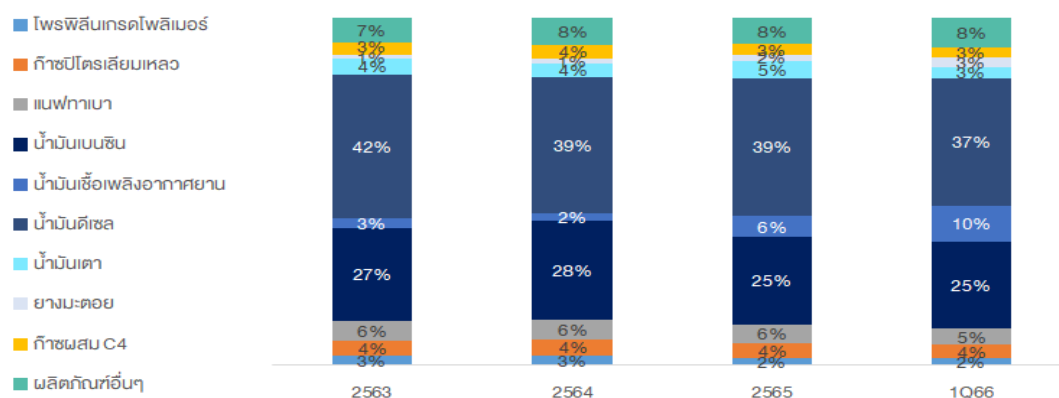


ที่มา: SPRC

Initial Coverage

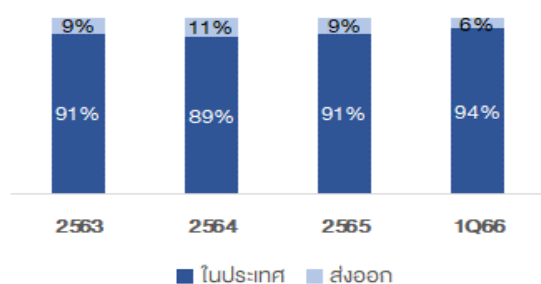
สำหรับผลิตภัณฑ์หลักที่ได้จากกระบวนการกลั่นของ SPRC ประกอบด้วย ก๊าซปิโตรเลียมเหลว, น้ำมันเบนซินไร้สารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา, น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน, น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว, น้ำมันเตาและยางมะตอย, รวมถึงผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีต่างๆ ซึ่งบริษัทจะมุ่งเน้นผลิตและจำหน่ายน้ำมันเบนซิน ซึ่งถือเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีความต้องการสูงกว่าปริมาณการผลิตได้ภายในประเทศ ดังนั้นโรงกลั่นน้ำมันของ SPRC จึงถูกออกแบบมาให้ความยืดหยุ่นในการผลิตน้ำมันเบนซิน และมีความสามารถผลิตน้ำมันเบนซินได้มากกว่าโรงกลั่นอื่นๆในประเทศไทย โดยผลิตภัณฑ์ที่ผลิตได้จะถูกจำหน่ายภายในประเทศเป็นหลัก ส่วนใหญ่จะจัดส่งให้แก่เชฟรอนและปตท. (บมจ.ปตท. และ บมจ.ปตท.น้ำมันและการค้าปลีก) ตามสัญญาซื้อขายที่กำหนดไว้ ส่วนราคายางจะอ้างอิงราคายางเอเซียรายผลิตภัณฑ์ตามที่รายงานโดย Platts Singapore (Mean of Platts Singapore หรือ MOPS) ปรับปรุงด้วยต้นทุน การขนส่ง การผลิต คุณภาพผลิตภัณฑ์และสะท้อนราคาสภาพตลาดตามความเหมาะสม โดยกลยุทธ์ของ SPRC จะมุ่งเน้นการเพิ่มสัดส่วนการขายในประเทศให้มากขึ้น เพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นตามการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ รวมถึงมีแผนจะขยายฐานการตลาดไปยังกลุ่ม CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมา และเวียดนาม)

สัดส่วนผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมที่ผลิตได้



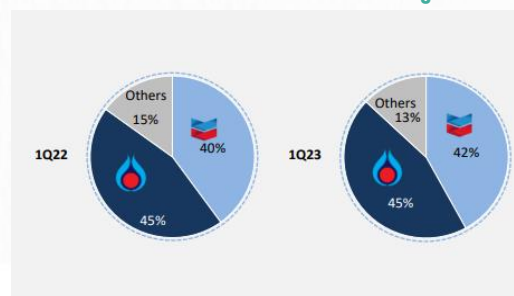
ที่มา: SPRC

สัดส่วนการจำหน่ายในประเทศและต่างประเทศ



ที่มา: SPRC

สัดส่วนรายได้ แบ่งตามประเภทลูกค้า

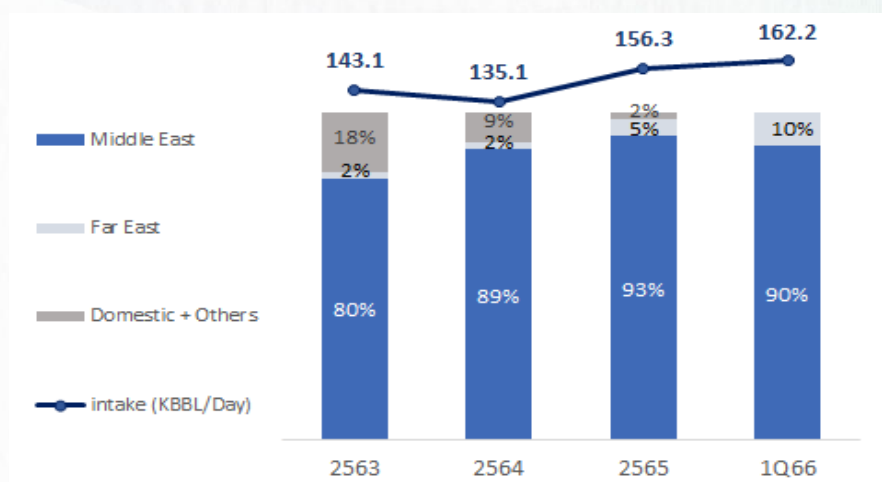


ที่มา: SPRC

Initial Coverage

ในส่วนของน้ำมันดิบที่นำมาเข้าโรงกลั่นของ SPRC จะมาจากหลากหลายแหล่ง ทั้งแหล่งตะวันออกกลาง และเอเชียตะวันออกไกล โดยจะซื้อน้ำมันดิบผ่านเซฟรอน, บมจ.ปตท., และบริษัทในเครือ เป็นหลัก ซึ่งการกำหนดสัดส่วนและการเลือกวัตถุดิบ จะพิจารณาตามความเหมาะสมทั้งในด้านราคา และปริมาณของผลิตภัณฑ์ที่ต้องการในแต่ละช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยอาศัยการใช้เครื่อง่ายจัดหา น้ำมันดิบและวัตถุดิบทั่วโลกของเซฟรอน และกำหนดสัดส่วนปริมาณ และประเภทน้ำมันดิบให้เหมาะสมสำหรับป้อนเข้าโรงกลั่น จึงช่วยให้ SPRC มีความยืดหยุ่นในด้านการบริหารจัดการต้นทุนการผลิต ซึ่งจะเป็นส่วนช่วยหนุนให้มีอัตรากำไรที่สูงขึ้นได้

ปริมาณน้ำมันดิบและแหล่งน้ำมันดิบที่ใช้



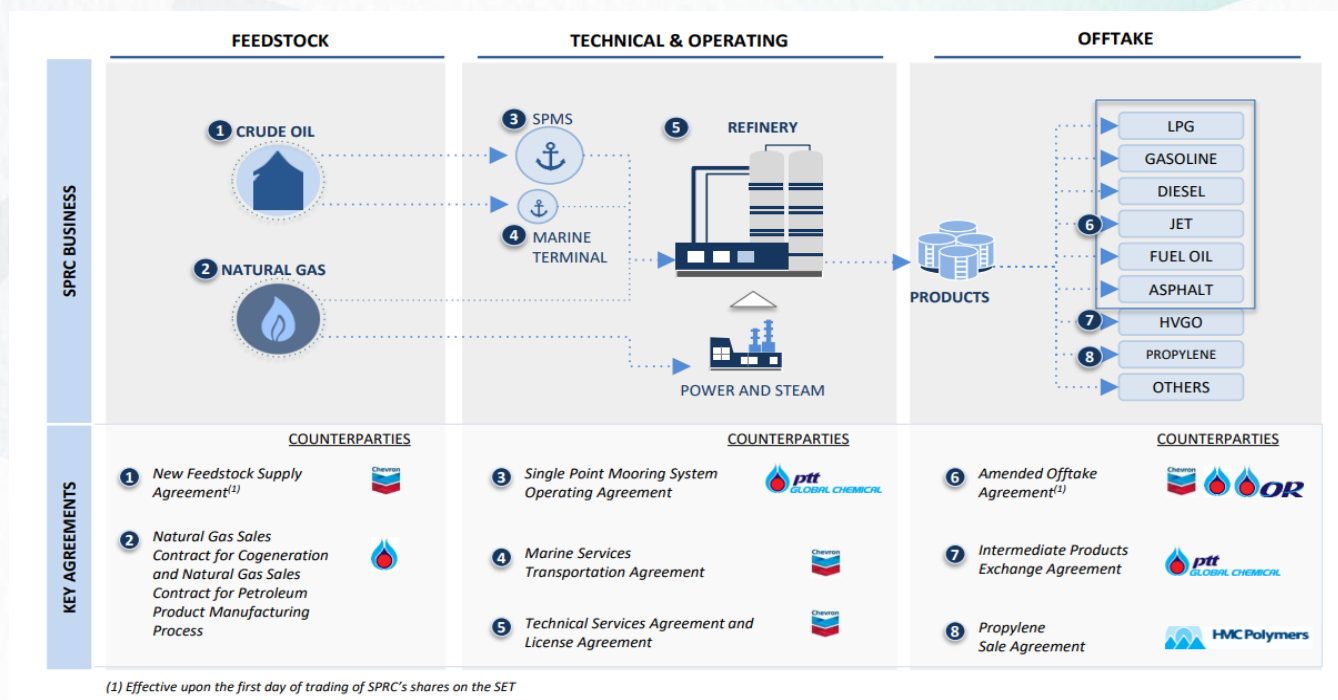
ที่มา: SPRC

อีกหนึ่งกลยุทธ์ของ SPRC บริษัทฯได้มีการแลกเปลี่ยนผลิตภัณฑ์ชั้นกลางสำหรับกระบวนการแปรรูปโมเลกุล (Cracker Feed Exchange) กับ PTTGC เพื่อช่วยเพิ่มผลผลิตให้สูงขึ้น โดย SPRC จะเป็นผู้จัดหาน้ำมันก๊าซออยส์สุญญากาศชนิดหนัก (heavy vacuum gas oil) ผ่านทางท่อส่งให้แก่ PTTGC เพื่อนำไปปรับปรุงผลผลิต ในขณะที่ PTTGC จะจัดส่งน้ำมันชั้นกลางจากหน่วยแตกโมเลกุลด้วยไฮโดรเจน ให้แก่ SPRC เพื่อใช้ในการผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีต่อไป

นอกจากนี้ ด้วยตำแหน่งที่ตั้งของโรงกลั่นของบริษัทฯ ซึ่งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมมาบตาพุด จังหวัดระยอง ซึ่งมีสิ่งอำนวยความสะดวกด้านการขนส่งที่หลากหลาย ทั้งระบบท่อส่งผลิตภัณฑ์ ท่าเทียบเรือเดินทะเล รถบรรทุก และยังถือเป็นแหล่งที่ตั้งของกลุ่มลูกค้าธุรกิจปิโตรเคมีของ SPRC จึงเป็นส่วนช่วยให้บริษัทมีความได้เปรียบในด้านการจัดส่งผลิตภัณฑ์ให้แก่ลูกค้าได้ง่าย และเป็นส่วนช่วยลดต้นทุนในการขนส่งได้อีกด้วย

Initial Coverage

ขั้นตอนการดำเนินงานของ SPRC



ที่มา: SPRC

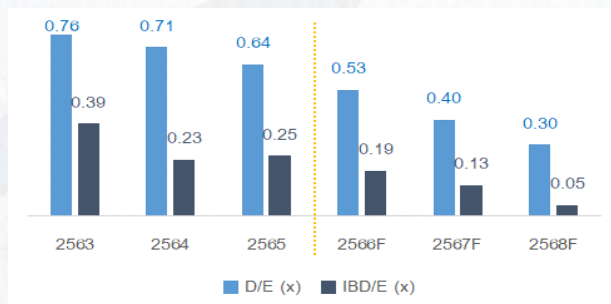
ฐานะการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ พร้อมลงทุนธุรกิจใหม่ตามแผน

โครงสร้างเงินทุนของ SPRC ถือได้ว่าการบริหารจัดการให้มีสัดส่วนการใช้เงินกู้ยืมอยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอด โดยในปี 2563 SPRC มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อยู่ที่ 0.8 เท่า และปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2564-65 มาอยู่ที่ 0.7 และ 0.6 เท่า ตามลำดับ โดยหลักเป็นผลมาจากส่วนของผู้ที่หุ้นที่เพิ่มขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของกำไรสะสม จากผลประกอบการที่ปรับตัวดีขึ้นตามลำดับ และหากพิจารณาโครงสร้างหนี้สินของบริษัทในช่วงปีดังกล่าว พบว่าเป็นส่วนของเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินอยู่ราว 30-50% ของหนี้สินรวม ส่วนที่เหลืออีก 50%-70% เป็นเจ้าหนี้การค้า และอื่นๆ จึงทำให้ SPRC มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีการดอกลบหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่เพียง 0.4, 0.2 และ 0.3 เท่า ตามลำดับ

ทั้งนี้หากอ้างอิงผลการดำเนินงานล่าสุด ณ สิ้นงวด 2Q66 ของ SPRC พบว่าอัตราส่วน D/E และ IBD/E อยู่ที่ 0.6 และ 0.1 เท่า ตามลำดับ ซึ่งถือได้ว่ามีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งสุดเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการกลุ่มธุรกิจโรงกลั่นรายอื่นๆ ในประเทศไทย โดยในช่วงปี 2566-67 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์อัตราส่วน D/E ของ SPRC จะลดลงมาอยู่ราว 0.5 และ 0.4 เท่า ตามลำดับ และอัตราส่วน IBD/E จะอยู่ราว 0.2 และ 0.1 เท่า ตามลำดับ จากการทยอยชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน และการรับรู้กำไรสะสมที่เพิ่มขึ้น

Initial Coverage

อัตราส่วน IBD/E และ D/E ของ SPRC



ที่มา: SPRC

เปรียบเทียบสถานะทางการเงินของกลุ่มโรงกลั่น

กลุ่มโรงกลั่น	D/E		
	รายงานล่าสุด	2566F	2567F
SPRC	0.55	0.53	0.40
PTTGC	1.39	0.47	0.34
IRPC	1.49	1.18	1.18
TOP	1.63	1.22	1.19
IVL	2.11	1.91	1.73
BCP	1.77	1.58	1.58
Average	1.49	1.15	1.07

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทั้งนี้ เมื่อวันที่ 31 ม.ค. 2566 SPRC มีมติอนุมัติการเข้าลงทุนในธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งประกอบด้วยธุรกรรม

1. ซื้อหุ้น 100% ของบริษัท เซฟรอน ลูบริแคนท์ (ประเทศไทย) จำกัด (บริษัท เป้าหมาย) จาก 1) Chevron Asia Pacific Holdings Limited (CAPHL), 2) CT Nominee Holdings (I) LLC (CTN1), และ 3) CT Nominee Holdings (II) LLC (CTN2) ซึ่งประกอบธุรกิจดำเนินงานด้านการตลาดและการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม รวมถึงสถานีบริการน้ำมันภายใต้แบรนด์ คาลเท็กซ์ (Caltex) และแบรนด์อื่นๆที่เกี่ยวข้อง ด้วยมูลค่าเงินลงทุน 16.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ราว 599.6 ล้านบาท)
2. เข้าซื้อหุ้น 9.91% ในบริษัท ท่อส่งปิโตรเลียมไทย จำกัด (Thappline) จาก CAPHL ซึ่งประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งและจัดจำหน่ายน้ำมันทางระบบท่อส่ง ด้วยมูลค่าเงินลงทุน 45.0 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ราว 1.6 พันล้านบาท)
3. เข้าลงทุนโดยการซื้อหุ้น และให้กู้ยืมแก่บริษัทจำกัด ที่จะจัดตั้งขึ้นมาใหม่ 2 บริษัท โดยหนึ่งในบริษัทดังกล่าวจะซื้อที่ดิน 19 แปลงเพื่อใช้ประกอบธุรกิจผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม จากบริษัทสตาร์โฮลดิ้งส์ จำกัด (SHC) มูลค่าเงินลงทุนไม่เกิน 28.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ราว 1.0 พันล้านบาท)

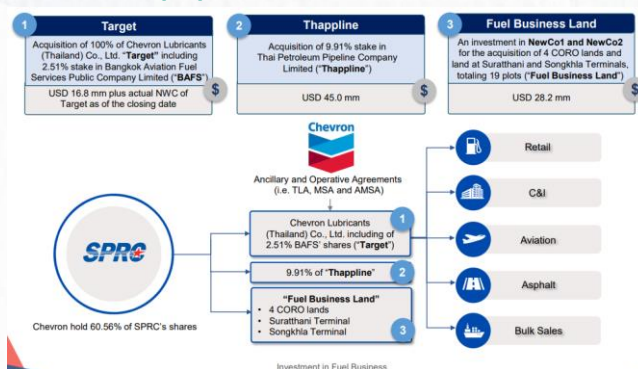
สำหรับมูลค่าเงินลงทุนทั้งหมดคาดว่าจะอยู่ราว 5.6 พันล้านบาท ประกอบด้วย 1) ผลรวมของธุรกรรมดังกล่าวข้างต้นรวม 90 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ 2) มูลค่าของเงินกู้ยืมหมุนเวียนสุทธิตามจริงของบริษัท เซฟรอน ลูบริแคนท์ (ประเทศไทย) จำกัด ณ วันที่ธุรกรรมเข้าซื้อหุ้นดังกล่าวเสร็จสิ้น (Closing Date) ซึ่งในปี 2564 มีมูลค่าราว 65.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ราว 2.4 พันล้านบาท) ซึ่งมูลค่าเงินลงทุนดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลง ขึ้นอยู่กับมูลค่าที่เกิดขึ้นจริงของเงินกู้ยืมหมุนเวียนสุทธิของ

Initial Coverage

บริษัทเป้าหมาย ณ วันเข้าทำธุรกรรม โดยคาด Deal จะเสร็จสิ้นใน 1Q67 และ SPRC จะใช้แหล่งเงินทุนจากกระแสเงินสดภายในบริษัทฯ และ/หรือ การกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ซึ่งปัจจุบันยังไม่ได้กำหนดสัดส่วนที่ชัดเจน

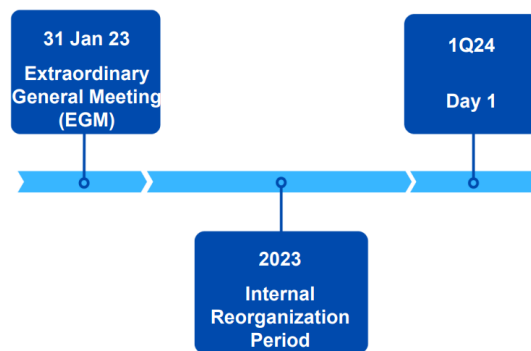
เบื้องต้น หากฝ่ายวิจัยอิงอัตราส่วน D/E และ IBD/E ในปี 2567 ซึ่งคาดว่าจะอยู่ราว 0.4 และ 0.1 เท่าตามลำดับ ภายใต้สมมติฐาน SPRC จะใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม 100% คาดจะส่งผลให้อัตราส่วน D/E และ IBD/E ปี 2567 เพิ่มขึ้นมาอยู่เพียง 0.5 และ 0.3 เท่า ตามลำดับ ซึ่งยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำมาก และยังสามารถในการกู้ยืมเงินสำหรับโอกาสการลงทุนในโครงการใหม่ๆได้อีกมากในอนาคต

การลงทุนธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม



ที่มา: SPRC

PROJECT TIMELINE



ที่มา: SPRC

2Q66 เติบโตผลขาดทุนสุทธิ จาก stock loss + GRM ลด

SPRC รายงานผลประกอบการงวด 2Q66 พลิกกลับมาเผชิญผลขาดทุนสุทธิ 2.1 พันล้านบาท จากที่เคยเป็นกำไรสุทธิ 1.2 พันล้านบาท ในงวด 1Q66 กดดันจากทั้งรายการพิเศษที่สุทธพลิกกลับมาเป็นขาดทุน และผลการดำเนินงานปกติที่ถึงขั้นเผชิญกับผลขาดทุนในงวดนี้

โดยในส่วนของการขายปิโตรเลียม 2Q66 รวมสุทธิพบว่าเป็นขาดทุน 1.5 พันล้านบาท จากเดิมที่เคยบันทึกเป็นกำไร 142.5 ล้านบาท ในงวดก่อนหน้า เนื่องจากในงวดนี้มีการบันทึกกลับเป็นขาดทุนสต็อกน้ำมันและ NRV รวม 1.4 พันล้านบาท จากที่เคยเป็นกำไร 268.6 ล้านบาท ตามราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงจาก 78.5 เหรียญฯ/บาร์เรล ณ สิ้นงวด 1Q66 มาอยู่ที่ 75.0 เหรียญฯ/บาร์เรล ณ สิ้นงวด 2Q66 ประกอบกับขาดทุน Fx และมูลค่ายุติธรรมของตราสารอนุพันธ์เพิ่มขึ้นจาก -17.8 ล้านบาท มาอยู่ที่ 133.7 ล้านบาท ถึงแม้ว่ารายการพิเศษอื่นๆจะพลิกกลับเป็นรายได้ 6.6 ล้านบาท เทียบกับงวด 1Q66 ที่บันทึกเป็นค่าใช้จ่าย 108.7 ล้านบาทก็ตาม

Initial Coverage

และหากตัดรายการพิเศษและพิจารณาเฉพาะผลการดำเนินงานปกติ พบว่า พลิกกลับเป็นขาดทุน 578.2 ล้านบาท จากเดิมที่เป็นกำไร 1.1 พันล้านบาทในงวดก่อนหน้า ซึ่งเป็นไปตามค่าการกลั่นตลาด (Market GRM) ที่ปรับตัวลดลงมาอยู่เพียง 1.3 เหรียญฯ/บาร์เรล จากเดิม 6.4 เหรียญฯ/บาร์เรลในงวด 1Q66 โดยหลักเป็นผลมาจาก product spread ของน้ำมันสำเร็จรูปเกือบทุกสายผลิตภัณฑ์ที่ปรับตัวลดลง โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์น้ำมันชั้นกลาง (Middle Distillate) ได้แก่ ดีเซลและอากาศยาน ซึ่งมีสัดส่วน 45.9% ของปริมาณผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายในงวด 2Q66 มี spread ลดลง 13.9 และ 12.1 เหรียญฯ/บาร์เรล มาอยู่ที่ 14.5 และ 14.0 เหรียญฯ/บาร์เรล ตามลำดับ รวมถึงน้ำมันเบนซิน ซึ่งมีสัดส่วนราว 24.3% ปรับตัวลดลง 2.2 เหรียญฯต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ 16.5 เหรียญฯต่อบาร์เรล กดดันจาก ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปที่ชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจโลก รวมถึงความต้องการใช้น้ำมันในโรงไฟฟ้าปรับตัวลดลงตามการออกจากช่วงฤดูหนาวในทวีปยุโรป และปริมาณน้ำมันที่เข้าสู่ตลาดมากขึ้น ถึงแม้ว่าจะมีแรงหนุนบางส่วนจากผลิตภัณฑ์น้ำมันเตา ซึ่งมีสัดส่วนราว 3.1% ที่ส่วนต่างราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.4 เหรียญฯ/บาร์เรล มาอยู่ที่ -8.6 เหรียญฯ/บาร์เรล ก็ตาม แต่ชดเชยไม่หมด อีกทั้งปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ามาในงวดนี้ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 1.59 แสนบาร์เรล/วัน จาก 1.62 แสนบาร์เรล/วัน ในงวดก่อนหน้า ซึ่งคิดเป็นอัตราการใช้กำลังการผลิต (Utilization rate) ที่ 90.9% จาก 92.7% โดยรวมแล้วส่งผลให้ SPRC บันทึกเป็นขาดทุนขั้นต้น 2.1 ล้านบาท จากงวด 1Q66 ที่เป็นการกำไรขั้นต้น 2.0 พันล้านบาท

อย่างไรก็ตาม ยังมีแรงหนุนชดเชยบางส่วนจาก ค่าใช้จ่าย SG&A ที่ปรับตัวลดลง 29.4% qoq มาอยู่ที่ 300.3 ล้านบาท จากไม่ได้มีการบันทึกค่าใช้จ่ายและประมาณการหนี้สินที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลดังที่เช่นไตรมาสก่อน นอกจากนี้ยังมีการบันทึกกลับเป็นรายได้ภาษีเงินได้ 526.3 ล้านบาท จากที่เป็นค่าใช้จ่าย 304.7 ล้านบาทในงวด 1Q66 ตามผลประกอบการที่รับรู้เป็นขาดทุนในงวดนี้

โดยรวมแล้วกำไรปกติงวด 1H66 อยู่ที่ 498.5 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 92.8% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า และคิดเป็นสัดส่วน 25.9% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2566 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้

คาดผ่านพ้นจุดต่ำสุดของปีไปแล้ว...รอผลการดำเนินงานปรับตัวได้ใน 2H66

ด้วยลักษณะของธุรกิจโรงกลั่นที่กำไรมีความผันผวนสูงมาก ขึ้นอยู่กับราคาน้ำมันดิบ และราคาน้ำมันสำเร็จรูปในตลาดโลก ซึ่งเป็นไปตาม Demand, Supply

Initial Coverage

ของตลาด และปัจจัยกระทบต่อความผันผวนต่อราคาน้ำมันในระหว่างทาง เช่น เหตุการณ์ความไม่สงบ สงคราม โรคระบาด เป็นต้น ประกอบกับยังมีปัจจัยอื่นๆที่อาจส่งผลต่อค่าการกลั่น เช่น อัตราการใช้กำลังการผลิต, ต้นทุนค่าขนส่ง ที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงคาดแนวโน้มกำไรปกติในปี 2566 ของ SPRC จะปรับตัวลดลง 89.1%yoy มาอยู่ราว 1.9 พันล้านบาท ภายใต้สมมติฐานค่าการกลั่นตลาด (Market GRM) จะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 4.5 เหรียญฯ/บาร์เรล จาก 9.6 เหรียญฯ/บาร์เรล ในปี 2565 ซึ่งถือเป็นระดับที่สูงผิดปกติจากเหตุการณ์สงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบตัวขึ้นแรงในช่วง 1H65 ก่อนจะค่อยๆปรับตัวลดลงเข้าสู่สมดุล supply และ demand ที่แท้จริงมากขึ้น โดยฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเวสต์เท็กซัสปี 2566 อยู่ที่ 90 เหรียญฯ/บาร์เรล จากปี 2565 ที่อยู่ในระดับ 95.9 เหรียญฯ/บาร์เรล และกำหนดสมมติฐานปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นปี 2566 อยู่ที่ 1.60 แสนบาร์เรล/วัน จาก 1.56 แสนบาร์เรล/วัน ในปีก่อนหน้า คิดเป็นอัตราการใช้กำลังการผลิต (Utilization rate) 91.4% จาก 89.3% โดยยังไม่รวมผลของกำไร/ขาดทุนสต็อกน้ำมันและ NRV ไว้ในประมาณการ

สำหรับทิศทางกำไรปกติในช่วงสิ้นงวด 3Q66 คาดผลประกอบการจะเห็นการฟื้นตัวดีขึ้น QoQ จากค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์เฉลี่ยนับตั้งแต่ต้น 3Q66 - ปัจจุบันที่ฟื้นตัวขึ้นแรงมาอยู่ราว 9 เหรียญฯ/บาร์เรล หนุนหลักจากความกังวลด้าน supply น้ำมันที่อยู่ในสภาวะตึงตัว จากการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นหลายแห่งในช่วงก่อนหน้า และสต็อกน้ำมันสำเร็จรูปโดยรวมในปัจจุบันที่อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ยังมีความกังวลด้านการเข้าสู่ช่วงฤดูการพายุเฮอริเคนของสหรัฐฯ ในช่วง 3Q66 และการปรับลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจของกลุ่ม OPEC+ แต่อย่างไรก็ตาม ค่าการกลั่นที่ปรับตัวขึ้นแรงในปัจจุบัน คาดจะเป็นช่วงระยะเวลาไม่นาน ก่อนจะค่อยๆทยอยปรับตัวลดลงหลังจากเริ่มมี supply ใหม่เข้าสู่ตลาดมากขึ้น จากการ COD โรงกลั่นตามแผนหลายแห่งในช่วงปลายปี โดยฝ่ายวิจัยให้มุมมองค่าการกลั่นเฉลี่ยในช่วง 3Q66 ของ SPRC จะปรับตัวขึ้นมาอยู่ในระดับ 5-10 เหรียญฯต่อ บาร์เรล จาก 1.3 เหรียญฯ/บาร์เรล ในงวด 2Q66

ในขณะที่ยังคง 4Q66 คาดยังมีแรงหนุนให้ค่าการกลั่นยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงงวด 3Q66 ได้จากความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปที่ปรับตัวสูงขึ้นจากการเข้าสู่ช่วงฤดูหนาว ประกอบกับการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นตามแผนอีกครั้งในช่วงปลายปี

Initial Coverage

คาดการณ์กำไรปี 2567 กลับมาฟื้นตัวได้ใหม่ YoY ...จากค่า การกลั่นที่กลับสู่สภาวะปกติ ตามเศรษฐกิจที่กลับมาฟื้นตัว

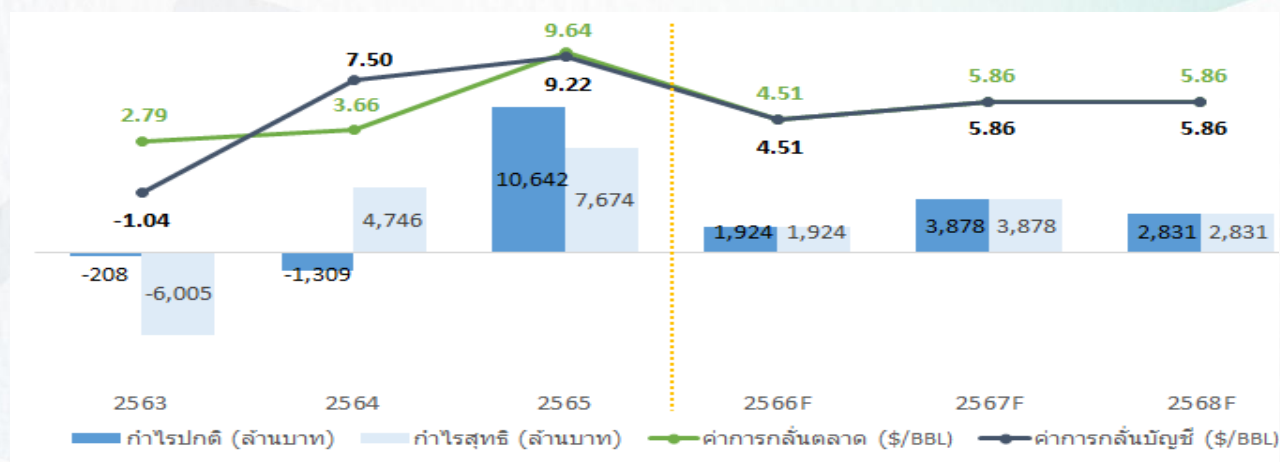
สำหรับภาพระยะยาวปี 2567-68 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ทิศทางกำไรยังมีความผันผวน โดยคาดการณ์กำไรปกติปี 2567 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 101.6%yoy มาอยู่ราว 3.9 พันล้านบาท จากคาดการณ์สถานการณ์โดยรวมจะกลับเข้าสู่สภาวะปกติ และไม่มี supply จากการ COD โรงกลั่นแห่งใหม่เกิดขึ้นในปีนี้ โดยฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานค่าการกลั่นระยะยาวปี 2567 เป็นต้นไปที่ 5.9 เหรียญฯ/บาร์เรล ซึ่งอิงจากระดับค่าการกลั่นเฉลี่ยของ SPRC ในสถานการณ์ปกติซึ่งจะอยู่กรอบ 5-7 เหรียญฯ/บาร์เรล และกำหนดสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยระยะยาวปี 2567 เป็นต้นไปที่ 80 เหรียญฯ/บาร์เรล ปรับตัวลดลงจากปี 2566 ตามการเข้าสู่สมดุลที่แท้จริง นอกจากนี้ยังกำหนดให้ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นปี 2567 อยู่ในระดับใกล้เคียงกับปี 2566 ที่ 1.60 แสนบาร์เรล/วัน คิดเป็นอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ 91.4%

ในกรณีที่ปี 2568 คาดกำไรปกติจะปรับตัวลดลง 27.0%yoy มาอยู่ราว 2.8 พันล้านบาท เนื่องจาก SPRC จะมีหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นครั้งใหญ่ในทุกๆรอบ 6 ปี ส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงที่สูงขึ้น และปริมาณการผลิตและจำหน่ายปรับตัวลดลง โดยกำหนดสมมติฐานให้มีปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นลดลงเหลือเพียง 1.40 แสนบาร์เรล/วัน คิดเป็นคิดเป็นอัตราการใช้กำลังการผลิต 80.0%

อย่างไรก็ตามยังมี upside ส่วนเพิ่มจากประมาณการดังกล่าวได้บ้าง จากแผนการลงทุนในธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งเบื้องต้นคาด deal การเข้าซื้อกิจการดังกล่าวจะแล้วเสร็จในช่วง 1Q67 โดยฝ่ายวิจัยจะนำเสนอ และจะรวม deal ดังกล่าวไว้ในประมาณการอีกครั้งหนึ่ง หลังจากบริษัทเปิดเผยความคืบหน้า และรายละเอียดเพิ่มเติมที่ชัดเจน

Initial Coverage

คาดการณ์กำไร และค่าการกลั่นของ SPRC



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สมมติฐานหลักในการทำประมาณการ

สมมติฐานหลักในการทำประมาณการ	2563	2564	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราแลกเปลี่ยน THB/USD	31.5	32.2	35.2	34.5	33.0	33.0
ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้า (KBD)	143.1	135.1	156.3	160.0	160.0	140.0
Utilization rate	81.8%	77.2%	89.3%	91.4%	91.4%	80.0%
ราคาน้ำมันดิบดูไบ (USD/Barrel)	43.1	69.1	95.8	90.0	75.0	75.0
ราคาน้ำมันดิบจากแหล่งอื่น (USD/Barrel)	44.0	73.7	104.5	86.5	76.5	76.5
อัตราการใช้้ำมันดิบดูไบ : แหล่งอื่น	80:20	89:11	93:7	93:7	93:7	93:7
ค่าการกลั่นตลาด (USD/Barrel)	2.8	3.7	9.6	4.5	5.9	5.9
ค่าการกลั่นบัญชี (USD/Barrel)	-1.0	7.5	9.2	4.5	5.9	5.9
stockgain/loss + NRV (ล้านบาท)	- 6,293	6,062	- 1,533	-	-	-
OPEC (USD/Barrel)	1.9	1.9	2.2	2.0	2.0	2.4
Gross Profit Margin	-5.4%	4.0%	4.4%	1.5%	2.8%	2.4%
Net Profit Margin	-4.6%	2.8%	2.7%	0.8%	1.8%	1.4%
Norm Profit Margin	-0.2%	-0.8%	3.7%	0.8%	1.8%	1.4%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

รอปันผลทั้งปี 66 (งดจ่ายระหว่างกาล) ...div yield ระยะยาวเฉลี่ยที่ 4%

SPRC มีนโยบายจ่ายปันผลปีละ 2 ครั้งในอัตราส่วนไม่น้อยกว่า 50%ของกำไรสุทธิ ภายหลังจากการจัดสรรทุนสำรองต่างๆทุกประเภท และขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดที่แท้จริงรวมถึงปัจจัยอื่นๆ ที่บริษัทฯจะนำมาพิจารณาประกอบการจ่ายปันผล โดยจะใช้เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐจะก่อนจะแปลงเป็นไทยบาท และใช้อัตราตัวเฉลี่ยของธนาคารแห่งประเทศไทยย้อนหลัง 7 วันทำการ ก่อนวันที่มีหนังสือออกกล่าวการประชุมเพื่อพิจารณาจ่ายปันผล

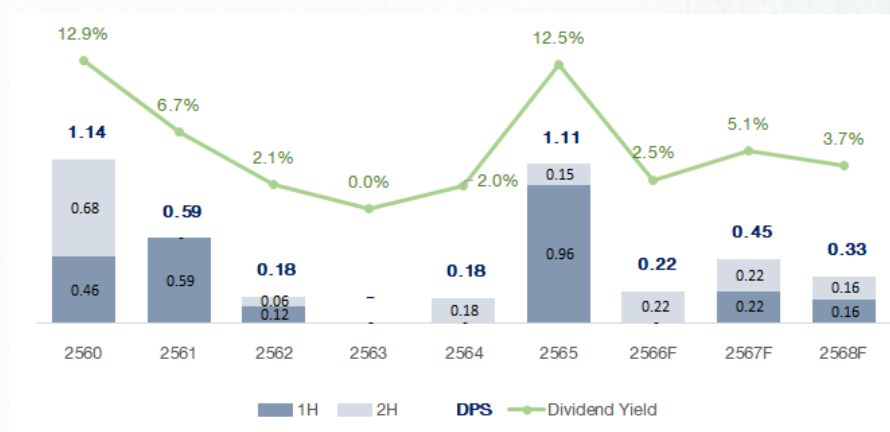
Initial Coverage

โดยในอดีตที่ผ่านมา SPRC ยังมีการจ่ายปันผลในระดับสูง ซึ่งในปี 2560-65 มีอัตราการจ่ายปันผลที่ราวปีละ 0.18-1.14 บาท/หุ้น โดยขึ้นอยู่กับผลประกอบการในแต่ละปี คิดเป็น dividend yield เฉลี่ยย้อนหลังตั้งแต่ปี 2560-2565 ที่ 6.0%

สำหรับในช่วง 1H66 บริษัทฯ ประกาศจ่ายปันผลเนื่องจากยังมีผลประกอบการขาดทุนในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยคาด SPRC จะยังคงจ่ายปันผลทั้งปี 2566 หลังจากผลการดำเนินงานงวด 2H66 กลับมาเป็นกำไร โดยภายใต้สมมติฐานอัตราการจ่ายปันผลที่ 50% และอัตราแลกเปลี่ยนปี 2566 ที่ 34.5 บาท/USD คาด SPRC จะจ่ายปันผลทั้งปี 2566 ที่ ราว 0.22 บาท/หุ้น คิดเป็น dividend yield 2.5% ต่อปี

ส่วนระยะยาวปี 2567-68 ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานอัตราการจ่ายปันผลที่ 50% และอัตราแลกเปลี่ยนระยะยาวที่ 33 บาท/USD คาด dividend yield จะอยู่ราว 5.1% และ 3.7% ตามลำดับ

ปันผล และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าพื้นฐาน 10.0 บาท เน้นหาจังหวะทยอยสะสมลงทุน

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2566 ของ SPRC ด้วยวิธี DCF (ภายใต้ WACC 9.3%) อยู่ที่ 10.0 บาท/หุ้น ซึ่งเทียบเท่ากับ PER ปี 2566 ที่ 19.9 เท่า แม้อยู่ในระดับสูงกว่า forward PER เฉลี่ยของกลุ่มโรงกลั่นในประเทศไทย ซึ่งอยู่ราว 18.5 เท่า แต่คาดแนวโน้มกำไรที่ปรับตัวดีขึ้นในปี 2567 จะหนุนให้ PER ของ SPRC กลับมาอยู่ในระดับ 9.9 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ที่ 12.3 เท่า อีกทั้งยังมีจุดเด่นในด้านอัตราส่วนหนี้สินที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม และมีนโยบายการจ่ายปันผลที่อยู่ในระดับสูง ประกอบกับยังได้ปัจจัยหนุนด้านปัจจัยพื้นฐานที่คาดแนวโน้มกำไร 2H66 จะพลิกกลับโดดเด่นได้เมื่อเทียบกับ 1H66 รวมทั้งภาพทิศทางกำไรในปี 2567

Initial Coverage

น่าจะกลับมาฟื้นตัวสู่ภาวะปกติได้ตามทิศทางเศรษฐกิจโลกที่คาดว่าจะกลับมา
เช่นเดียวกัน จึงถือเป็นอีกหนึ่งตัวเลือกที่น่าสนใจสำหรับการลงทุนในกลุ่มโรงกลั่น

เปรียบเทียบหุ้นกลุ่มโรงกลั่นในประเทศไทย

กลุ่มโรงกลั่น	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน ราคาปัจจุบัน	ราคา เป้าหมาย	Upside (%)	PER		PBV		Dividend Yield		นโยบายปันผล (ตามสัดส่วนของกำไรสุทธิ)
					2566F	2567F	2566F	2567F	2566F	2567F	
SPRC	Neutral	8.85	10.00	13.0%	19.94	9.89	0.96	0.92	3.66%	5.05%	ไม่ต่ำกว่า 50%
PTTGC	Underperform	39.00	44.00	12.8%	NM	21.56	0.63	0.65	2.70%	3.38%	ไม่ต่ำกว่า 30%
IRPC	Underperform	2.36	2.60	10.2%	39.45	14.07	0.60	0.57	3.39%	4.24%	ไม่ต่ำกว่า 25%
TOP	Neutral	51.00	60.00	17.6%	7.82	8.62	0.73	0.71	6.63%	6.63%	ไม่ต่ำกว่า 25%
IVL	Underperform	33.00	38.00	15.2%	18.51	11.75	0.95	1.02	1.19%	2.10%	ไม่ต่ำกว่า 30%
BCP	Neutral	39.25	35.00	-10.8%	6.70	7.58	0.85	0.80	6.50%	6.50%	ไม่ต่ำกว่า 30%
Average					18.49	12.25	0.78	0.78	4.01%	4.65%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเมินมูลค่าพื้นฐานของ SPRC ด้วยวิธี DCF

SPRC (unit : mil. Bath)	2566F	2567F	2568F	สมมติฐาน WACC	
EBIT	2,405.3	4,848.1	3,538.7	Interest Rate	3.0%
<u>Less</u> Tax	- 481.1	- 969.6	- 707.7	Tax	20%
Net EBIT after Tax	1,924.2	3,878.4	2,831.0	Interest Rate after tax	2.4%
<u>Plus</u> Depreciation	2,549.6	2,438.7	2,438.7	beta	1.1
<u>Less</u> Capital Expenditures	- 450.0	- 450.0	- 2,550.0	Risk Free	3.5%
<u>Less</u> Change in Working Capital	- 1,015.1	904.7	1,881.0	Market Return	10.0%
FCFF (Firm Value)	3,008.6	6,771.9	4,600.7	CAPM	10.7%
PV of FCFF	20,047.7			Target capital structure	
PV of Terminal Value	30,282.8			Debt	15.9%
Value of operation	50,330.5			Equity	84.1%
<u>Plus</u> : Cash & Mkt.securities	645.1			WACC	9.3%
<u>Minus</u> : Total Net External Debt	- 7,537.5				
Value of Equity	43,438.1				
No.of shares outstanding	4,335.9				
Value of SPRC per share	10.0				

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญของ SPRC

- 1) ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ และราคาวัตถุดิบอื่นๆที่บริษัทฯใช้ และผลิตเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งมีลักษณะเปราะบาง วัฏจักร และมักได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆที่ไม่สามารถคาดเดาได้ง่าย และนอกเหนือการควบคุมของบริษัทฯ ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร และผลการดำเนินงานของบริษัทฯ
- 2) การหยุดชะงักอย่างมีนัยสำคัญของโรงกลั่นน้ำมันของบริษัทฯ ซึ่งอาจเกิดขึ้นได้ตั้งแต่ขั้นตอนการกลั่น จนส่ง การจัดเก็บน้ำมันดิบและวัตถุดิบอื่นๆ ตลอดจน การเกิดอุบัติเหตุ การระเบิด การรั่วไหล ภัยธรรมชาติ หรือเหตุการณ์อื่นๆที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ ย่อมก่อให้เกิดผลกระทบทางลบต่อบริษัทฯ

Initial Coverage

3) ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ โดย SPRC จำหน่าย ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญให้แก่เซฟรอนและ บมจ. ปตท. รวมถึงยังพึ่งพาเซฟรอนในการจัดหาน้ำมันดิบและวัตถุดิบอื่น ๆ เพื่อใช้ดำเนินธุรกิจโรงกลั่น

4) ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการปนเปื้อนของผลิตภัณฑ์ของ SPRC หรือการขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่เป็นไปตามคุณสมบัติที่กำหนด อาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อชื่อเสียงและธุรกิจ ของบริษัทฯ รวมถึงอาจเกิดค่าใช้จ่ายในการนำผลิตภัณฑ์กลับมาผ่านกระบวนการผลิตใหม่ หรืออาจมีความรับผิดทางอาญาหรือทางแพ่ง ซึ่งอาจถูกถูกจำกัดความสามารถในการขายผลิตภัณฑ์ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการดำเนินงานและโอกาสทางธุรกิจของบริษัทฯ

5) ความเสี่ยงด้านการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่สูงมาก และคู่แข่งที่มีแหล่งเงินทุนพร้อมกว่าอาจมีความได้เปรียบในการแข่งขัน

แนวทางประกอบธุรกิจที่ยั่งยืน (ESG) ของ SPRC :

ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) : ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมทั้งในด้านการบริหารจัดการน้ำเพื่อบรรลุเป้าหมายการเป็นองค์กรที่มีการบริโภคน้ำดิบเป็นศูนย์, บริหารจัดการกากของเสียผ่านการนำของเสียเพื่อลดปริมาณการฝังกลบกากของเสีย, การป้องกันและการจัดการการหกหรือไหล, การตรวจสอบคุณภาพอากาศ, การใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพและการลดคาร์บอนฟุตพริ้นส์ เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างต่อเนื่องในระยะยาว

ด้านสังคม (Social) : มุ่งเน้นการมีส่วนร่วมของทุกภาคส่วน ผ่านกิจกรรมหลายรูปแบบ รวมถึงการตอบสนองต่อความต้องการของชุมชนโดยครอบคลุม 4 ด้านหลักคือ ด้านการศึกษาและเยาวชน ด้านคุณภาพชีวิต ด้านสิ่งแวดล้อม และด้านสร้างความสัมพันธ์ในระยะยาวร่วมกับชุมชนโดยรอบ ผ่านการดำเนินกิจกรรมต่างๆ เช่น โครงการอบรม “Youth Bloggers” ให้แก่นักเรียนระดับมัธยมปลาย ในจังหวัดระยอง เพื่อพัฒนาความสามารถของเยาวชน, โครงการ “Run For You and Sea” เพื่อส่งเสริมการท่องเที่ยวจังหวัดระยองและกระตุ้นเศรษฐกิจ รวมถึงสร้างรายได้ให้กับชุมชน

ด้านธรรมาภิบาล (Governance) : ยึดมั่นในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับกฎระเบียบ ข้อบังคับและแนวปฏิบัติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และมีความมุ่งมั่นที่จะยึดถือตามมาตรฐานสากลขั้นสูงสุด และหลักวิธีปฏิบัติที่ดีที่สุดในการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

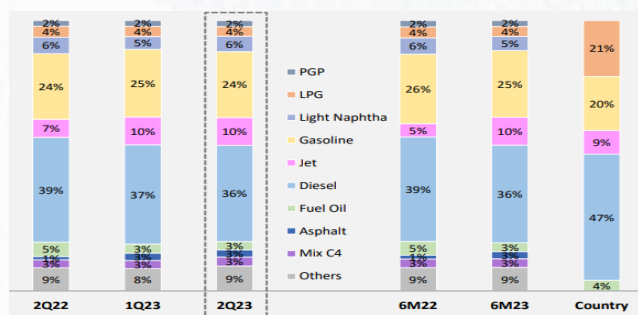
Initial Coverage

ผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส

Key Data (ล้านบาท)	1Q64	2Q64	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	%QoQ	%YoY	1H66	1H65	%YoY
รายได้รวม	36,944	41,545	41,193	52,803	65,404	78,008	76,146	65,706	59,130	53,883	-8.9%	-30.9%	113,013	143,412	-21.2%
ต้นทุนขาย	(34,111)	(40,230)	(40,580)	(50,677)	(57,333)	(68,069)	(81,416)	(66,015)	(57,108)	(55,989)	-2.0%	-17.7%	(113,096)	(125,402)	-9.8%
กำไรขั้นต้น	2,832	1,315	613	2,126	8,071	9,939	(5,270)	(309)	2,022	(2,106)	N/A	N/A	(84)	18,010	N/A
กำไรขาดทุนจาก Fx และมูลค่าเครื่องมือทางการเงิน	(48)	(12)	(213)	199	242	(639)	(620)	1,225	(18)	(134)	652.8%	-79.1%	(151)	(397)	-61.9%
EBT	2,507	996	141	2,269	6,605	8,938	(6,284)	335	1,524	(2,631)	-272.7%	-129.4%	(1,107)	15,543	N/A
ภาษีเงินได้	(501)	(222)	(28)	(414)	(1,321)	(1,782)	1,257	(75)	(305)	526	N/A	N/A	222	(3,103)	N/A
กำไรสุทธิ	2,006	773	113	1,855	5,284	7,156	(5,027)	260	1,219	(2,104)	N/A	N/A	(886)	12,440	N/A
Stock gain/loss และรายการพิเศษอื่นๆ	2,690	1,486	795	1,159	4,062	1,900	(7,081)	(2,057)	160	(1,393)	N/A	N/A	(1,233)	5,962	N/A
กำไรปกติ	(637)	(701)	(469)	497	981	5,895	2,674	1,092	1,077	(578)	N/A	N/A	498	6,876	-92.8%
EPS (บาท)	0.46	0.18	0.03	0.43	1.22	1.65	(1.16)	0.06	0.28	(0.49)	N/A	N/A	(0.20)	2.87	N/A
Norm EPS (บาท)	(0.15)	(0.16)	(0.11)	0.11	0.23	1.36	0.62	0.25	0.25	(0.13)	N/A	N/A	0.11	1.59	-92.8%
Gross Margin	7.67%	3.16%	1.49%	4.03%	12.34%	12.74%	-6.92%	-0.47%	3.42%	-3.91%			-0.07%	12.56%	
Net Profit Margin	5.43%	1.86%	0.27%	3.51%	8.08%	9.17%	-6.60%	0.40%	2.06%	-3.91%			-0.78%	8.67%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

PRODUCTION YIELD



Optimized middle distillate products per demand and continued to maximize asphalt production.

ที่มา: SPRC

สรุปคำแนะนำหุ้นกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมี

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2566F	2567F	2566F	2567F
CHINA								
SINOPEC CORP-H	4.36	4.3	5.7	32.5%	0.6	0.6	6.1	5.8
PETROCHINA-H	4.68	5.5	6.4	16.2%	0.6	0.6	6.5	6.8
TAIWAN								
FORMOSA CHEM & F	2.53	67.0	61.7	-7.9%	1.2	1.2	62.4	30.5
FORMOSA PLASTIC	3.31	84.0	86.8	3.3%	1.6	1.5	29.7	18.5
NAN YA PLASTICS	2.88	70.0	67.7	-3.3%	1.5	1.4	38.7	17.6
JAPAN								
TOSOH CORP	4.00	1865.0	2122.9	13.8%	0.8	0.7	9.2	7.6
JX HD	4.00	517.5	581.7	12.4%	0.5	0.5	7.8	7.3
mitsui chemicals	4.23	3681.0	4472.0	21.5%	0.8	0.8	8.1	7.0
HONG KONG								
SINOPEC KANTONS	5.00	3.0	-	#VALUE!	-	-	-	-
SINOPEC SHANG-H	4.13	1.2	1.3	9.2%	0.4	0.4	9.7	7.7
INDIA								
INDIAN OIL CORP	3.97	92.3	103.9	12.5%	0.8	0.8	5.8	6.2
RELIANCE INDS	4.30	-	2800.5	#VALUE!	-	-	-	-
BHARAT PETROL	4.06	360.4	436.6	21.2%	1.2	1.1	5.5	7.5
Malaysia								
PETRONAS DAGANGA	3.27	22.6	22.9	1.3%	3.9	3.8	24.2	23.2
PChem	2.26	6.9	6.5	-4.4%	1.3	1.3	16.1	13.5
THAILAND								
PTT PCL	Neutral	34.75	38.00	9.4%	1.0	0.9	10.2	9.8
PTT EXPL & PROD	Neutral	159.50	178.00	11.6%	1.2	1.2	8.1	9.9
PTT GLOBAL CHEM	Underperform	39.00	44.00	12.8%	0.6	0.6	NM	22.7
THAI OIL PCL	Neutral	51.25	60.00	17.1%	0.7	0.7	7.7	8.5
IRPC PCL	Underperform	2.40	2.60	8.3%	0.6	0.6	40.1	14.3
BANGCHAK PETROLE	Neutral	39.00	35.00	-10.2%	0.8	0.8	6.6	7.4
INDORAMA VENTURE	Underperform	33.75	38.00	12.6%	1.0	1.0	18.6	11.8
AVERAGE					0.9	0.9	8.3	9.7

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สภาพตลาดน้ำมันปิโตรเลียม

Pricing	Q2/66	Q1/66	+/-	Q2/65	+/-
น้ำมันดิบไทย	77.59	80.23	-2.64	108.22	-30.63
เบนโทล	66.66	76.48	-9.82	97.03	-30.37
น้ำมันเบนซิน (พิเศษ)	94.13	98.94	-4.81	143.36	-49.23
น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน	91.56	106.26	-14.70	147.84	-56.28
น้ำมันดีเซล	92.13	105.04	-12.91	151.83	-59.70
น้ำมันเตา (ก๊าะตันสูง)	69.01	64.22	4.79	104.67	-35.66
ส่วนต่างราคากับน้ำมันดิบไทย					
เบนโทล	-10.93	-3.75	-7.18	-11.19	0.26
น้ำมันเบนซิน (พิเศษ)	16.54	18.71	-2.17	35.14	-18.60
น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน	13.97	26.03	-12.06	39.62	-25.65
น้ำมันดีเซล	14.54	24.81	-10.27	43.6	-29.06
น้ำมันเตา (ก๊าะตันสูง)	-8.58	-16.01	7.43	-3.55	-5.03

ที่มา: SPRC

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญของ SPRC

- 1) ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบซึ่งเป็นสินค้า commodity และวัตถุดิบอื่นๆที่ใช้ในการผลิต จะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของ SPRC อย่างมีนัยสำคัญ
- 2) อุบัติเหตุ หรือเหตุการณ์ภัยพิบัติต่างๆที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ อาจส่งผลให้โรงกลั่นหยุดชะงัก
- 3) ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ในการจำหน่ายและจัดหาผลิตภัณฑ์

ที่มา: SPRC

Initial Coverage

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ SPRC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F
รายได้รวม	172,484	285,264	259,103	218,177
ต้นทุนขาย	(165,598)	(272,833)	(255,402)	(212,056)
กำไรขั้นต้น	6,886	12,432	3,701	6,121
รายได้อื่นๆ	62	63	88	66
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(749)	(2,791)	(1,142)	(1,103)
EBIT	6,125	9,911	2,646	5,084
ดอกเบี้ยจ่าย	(212)	(316)	(241)	(236)
EBT	5,913	9,594	2,405	4,848
ภาษีเงินได้	(1,166)	(1,921)	(481)	(970)
กำไรสุทธิ	4,746	7,674	1,924	3,878
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และมูลค่าเครื่องมือทางการเงิน	(74)	207	-	-
stock gain/loss และ NRV	6,062	(1,533)	-	-
รายการพิเศษอื่นๆ	68	(1,643)	-	-
กำไรปกติ	(1,309)	10,642	1,924	3,878
การเติบโตของรายได้	32.5%	65.4%	-9.2%	-15.8%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-179.0%	61.7%	-74.9%	101.6%
การเติบโตของกำไรปกติ	529.9%	-912.8%	-81.9%	101.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	4.0%	4.4%	1.4%	2.8%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.8%	2.7%	0.7%	1.8%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66
รายได้รวม	76,146	65,706	59,130	53,883
ต้นทุนขาย	(81,416)	(66,015)	(57,108)	(55,989)
กำไรขั้นต้น	(5,270)	(309)	2,022	(2,106)
รายได้อื่นๆ	16	17	47	15
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(333)	(457)	(425)	(300)
EBIT	(6,207)	476	1,617	(2,525)
ดอกเบี้ยจ่าย	(77)	(141)	(94)	(106)
EBT	(6,284)	335	1,524	(2,631)
ภาษีเงินได้	1,257	(75)	(305)	526
กำไรสุทธิ	(5,027)	260	1,219	(2,104)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และมูลค่าเครื่องมือทางการเงิน	(620)	1,225	(18)	(134)
stock gain/loss และ NRV	(6,977)	(1,984)	269	(1,399)
รายการพิเศษอื่นๆ	(104)	(73)	(109)	7
กำไรปกติ	2,674	1,092	1,077	(578)
การเติบโตของรายได้	-2.4%	-13.7%	-10.0%	-8.9%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-170.2%	-105.2%	368.5%	-272.7%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	-6.9%	-0.5%	3.4%	-3.9%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-6.6%	0.4%	2.1%	-3.9%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F
Current Ratio (เท่า)	1.6	1.6	2.0	2.6
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	15.9	20.7	16.8	14.2
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	8.2	11.1	10.4	9.1
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	15.2	20.4	20.0	18.7
Debt to Equity Ratio	0.7	0.6	0.5	0.4
Net Gearing ratio (%)	14.9%	24.9%	24.7%	4.1%
ROAA (%)	9.0%	12.6%	3.1%	6.4%
ROAE (%)	15.6%	21.0%	4.9%	9.5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Initial Coverage

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ SPRC (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	5,913	9,594	2,405	4,848
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,644	2,603	2,550	2,439
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(124)	(181)	-	-
อื่นๆ	311	2,084	(1)	236
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(4,907)	(11,251)	(1,201)	954
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	3,836	2,848	3,753	8,477
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ถาวรและสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(103.3)	(278.3)	(450.0)	(450.0)
เงินสดรับจากการจำหน่ายอุปกรณ์	-	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(103.3)	(278.3)	(450.0)	(450.0)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เงินสดสุทธิจากเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	-	6,671.8	(525.0)	(1,509.4)
เงินสดเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	(2,844.0)	(5,033.2)	(1,668.1)	(675.0)
เงินปันผลจ่ายให้ผู้ถือหุ้น	-	(4,936.4)	(650.4)	(2,374.5)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(2,844.0)	(3,297.8)	(2,843.5)	(4,558.9)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	834.6	(3,420.5)	569.5	2,466.2
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,944.8	75.5	645.1	3,111.3
ลูกหนี้การค้า และลูกหนี้อื่น	13,219.2	14,328.1	15,841.1	14,181.5
สินค้าคงเหลือ	16,486.0	23,762.2	22,675.0	21,205.6
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	80.9	91.9	116.3	102.5
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	24,218.8	22,735.3	20,437.5	18,431.7
สินทรัพย์รวม	58,725.9	63,288.1	61,093.6	58,241.6
เจ้าหนี้การค้า และเจ้าหนี้อื่น	13,960.7	12,780.3	12,190.8	9,966.6
เงินกู้ระยะสั้น และส่วนของเงินกู้ระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายใน 1 ปี	4,679.7	9,730.6	6,262.5	4,651.9
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,390.4	1,393.1	658.4	658.7
เงินกู้ระยะยาว	3,374.0	-	1,275.0	701.3
หนี้สินรวม	24,355.2	24,581.1	21,112.7	16,756.8
ทุนที่ชำระแล้ว	30,004.4	30,004.4	30,004.4	30,004.4
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	977.7	977.7	977.7	977.7
กำไรสะสม	7,596.0	10,333.3	11,607.2	13,111.1
ส่วนของผู้ถือหุ้น	34,370.7	38,707.0	39,980.9	41,484.8
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	58,725.9	63,288.1	61,093.6	58,241.6
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F
อัตราแลกเปลี่ยน THB/USD	32.2	35.2	34.5	33.0
Nameplate Capacity (KBD)	135.1	156.3	160.0	160.0
Utilization rate (%)	81.8%	77.2%	89.3%	91.4%
ราคาน้ำมันดิบดูไบ (USD/Barrel)	69.1	95.8	85.0	75.0
ราคาน้ำมันดิบจากแหล่งอื่น (USD/Barrel)	75.2	107.4	87.0	77.0
ค่าการกลั่นกลาด (USD/Barrel)	7.5	9.2	4.5	5.9
ค่าการกลั่นมันยู่ซี (USD/Barrel)	3.7	9.6	4.5	5.9
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	4,336	4,336	4,336	4,336

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส