

### บมจ. สตาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง (SPRC)

Sentiment ดีผลักดันให้มีการ Re-Rating สำหรับปี 2563

เราคาดว่า **downside risk** ในระยะสั้นลดลงจาก **gasoline margin** ที่แข็งแกร่งและมีโอกาสได้ผลกำไรจากสต็อกซึ่งจะสามารถชดเชย **opex** ในครึ่งปีหลัง โดยในปี 2563 เราคาดว่า **SPRC** จะมีผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งโดยมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจที่ 7.1% เราปรับคำแนะนำ **SPRC** เป็น **ซื้อ** และปรับราคาเป้าหมายในปี 2563 เป็น 14.00 บาท

#### WHAT'S NEW

- **Gasoline** ที่แข็งแกร่งขึ้นช่วยผลักดันตลาดให้มีการอัปเดต **SPRC** เราเห็น catalyst เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในการผลักดัน consensus ในการอัปเดต **SPRC** จากสิงคโปร์ GRM ที่อยู่ในระดับสูงในไตรมาส 3/62 โดยได้รับแรงหนุนจาก **gasoline margin** ที่ US\$16.0/บาร์เรล เราคาดว่าแนวโน้มดังกล่าวจะยังคงแข็งแกร่งในไตรมาส 4/62 เนื่องจากมีกำหนดการซ่อมบำรุงโรงกลั่นในภูมิภาคที่จะเกิดขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยให้ราคาหุ้นมีการ upside ซึ่งเป็นผลดีต่อ **SPRC** ในอนาคต
- **ผลประโยชน์จากมาตรการ IMO 2020** จากรายงานหุ้นกลุ่ม O&G ของเรา เมื่อเราได้เห็นด้วยกับกลุ่มปตท. และ FGE เกี่ยวกับผลกระทบเชิงบวกของมาตรการ IMO 2020 ซึ่งแนวโน้มของค่าการกลั่น (GRM) หลังการดำเนินการตามมาตรการ IMO 2020 ในเดือน ม.ค. 63 จะตั้งให้ราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งเพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบเชิงลบจากการเพิ่มโควตาการส่งออกผลิตภัณฑ์กลั่นที่สูงขึ้นจากประเทศจีน และกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้น และเราเชื่อว่า มาตรการ IMO 2020 จะเป็นประเด็นการลงทุนที่สำคัญสำหรับโรงกลั่นของไทยในปี 2563 และผลกระทบต่อค่าการกลั่นมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

#### STOCK IMPACT

- **พร้อมสำหรับมาตรการ IMO** เราเชื่อว่า **SPRC** เป็นหนึ่งในโรงกลั่นไทยที่จะได้ประโยชน์จากมาตรการ IMO2020 เนื่องจาก 35-36% ของผลิตภัณฑ์กลั่นของ **SPRC** เป็นน้ำมันดีเซล และ 23% เป็นน้ำมันเบนซิน เราคาดว่าค่าการกลั่นของ **SPRC** จะได้รับประโยชน์จากความต้องการที่เพิ่มขึ้นหลังจากการดำเนินการตามมาตรการ IMO 2020 นอกจากนี้ **SPRC** ยังได้รับประโยชน์จากแนวโน้มราคายางมะตอยที่ปรับตัวสูงขึ้นจากอุปทานยางมะตอยที่ลดลงในระยะยาวซึ่งสะท้อนถึงการ upgrade โรงกลั่นสำหรับ light products มากขึ้น ซึ่ง **SPRC** จะเพิ่มการผลิตยางมะตอยโดยการสร้างคลังน้ำมันแห่งใหม่ (งบประมาณ 24 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และทำแท็บเรือใหม่เพื่อส่งออกยางมะตอยในภูมิภาค และ **SPRC** ยังร่วมมือกับ Chevron เพื่อดู HSFO และแหล่งน้ำมันดิบชนิดเบาจากสหรัฐอเมริกา

#### VALUATION/RECOMMENDATION

- **ปรับคำแนะนำ เป็น ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 14.00 บาท** อิง PE 2563F ที่ 10 เท่า (**SPRC** เป็น pure refinery ที่มีส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลค่อนข้างต่ำ) ราคาเป้าหมายใหม่ของเรา อิง 2563F P/B ที่ 1.4 เท่า หรือ P/B 4 ปี ย้อนหลัง valuation ของ **SPRC** ตอนนี้ปิดการซื้อขาย 2563F P/B เพียง 1.0 เท่า อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า **SPRC** จะจ่ายเงินปันผลตอบแทนที่น่าสนใจที่ 7.1% ในปี 2563

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Net turnover	170,535	209,159	172,438	219,315	236,082
EBITDA	12,289	4,713	2,950	9,823	9,947
Operating profit	9,461	1,976	503	6,948	6,997
Net profit (rep./act.)	8,895	2,263	1,258	6,031	6,109
Net profit (adj.)	6,540	3,249	(1,748)	6,031	6,109
EPS (Bt)	1.5	0.7	(0.4)	1.4	1.4
PE (x)	6.5	13.1	n.m.	7.1	7.0
P/B (x)	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	3.5	9.2	14.6	4.4	4.3
Dividend yield (%)	11.6	6.0	1.8	7.1	8.1
Net margin (%)	5.2	1.1	0.7	2.7	2.6
Net debt/(cash) to equity (%)	0.4	(0.2)	1.1	(4.7)	(10.3)
Interest cover (x)	133.1	94.3	59.0	163.7	165.8
ROE (%)	21.2	5.6	3.3	14.6	13.4
Consensus net profit	-	-	798	5,082	5,438
UOBKH/Consensus (x)	-	-	n.m.	1.19	1.12

Source: Star Petroleum Refining, Bloomberg, UOB Kay Hian

### BUY (Upgraded)

Share Price	Bt9.85
Target Price	Bt14.00
Upside	+42.9%
(Previous TP)	Bt10.00

#### COMPANY DESCRIPTION

Refinery

#### STOCK DATA

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	SPRC TB
Shares issued (m):	4,335.9
Market cap (Btm):	42,491.8
Market cap (US\$m):	1,396.7
3-mth avg daily t'over (US\$m):	8.9

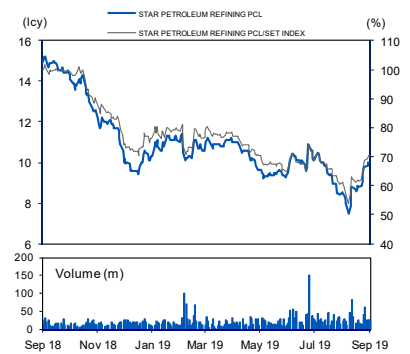
#### Price Performance (%)

52-week high/low	Bt15.20/Bt7.45			
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>
15.3	4.8	(10.1)	(33.8)	2.1

#### Major Shareholders

Chevron	60.56
Thai NVDR	4.92
RBC investor service trust	1.73
FY19 NAV/Share (Bt)	8.12
FY19 Net Debt/Share (Bt)	0.90

#### PRICE CHART



Source: Bloomberg

#### ANALYST(S)

**Arsit Pamaranont**  
+662 659 8317  
arsit@uobkayhian.co.th

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IDO) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2018



ADVANC	AKP	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	BAFS	BANPU	BAY
BCP	BCPG	BRR	BTS	BWG	CFRESH	CHO	CK	CKP	CM
CNT	COL	CPF	CPI	CPN	CSL	CSS	DELTA	DEMCO	DRT
DTAC	DTC	EA	EASTW	EGCO	GC	GEL	GFPT	GGC	GOLD
GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA	HMPRO	ICC	ICHI	INTUCH	IRPC	IVL
JSP	KBANK	KCE	KKP	KSL	KTB	KTC	LHFG	LIT	LPN
MAKRO	MBK	MCOT	MINT	MONO	MTC	NCL	NKI	NVD	NYT
OISHI	OTO	PCSGH	PDJ	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PPS	PRG
PSH	PSL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QTC
RATCH	ROBINS	S & J	SABINA	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC
SCCC	SDC	SE-ED	SIS	SITHAI	SNC	SPALI	SPRC	SSSC	STEC
SVI	SYNTEC	TASCO	TCAP	THAI	THANA	THANI	THCOM	THIP	THREL
TIP	TISCO	TKT	TMB	TNDT	TOP	TRC	TRU	TRUE	TSC
TSTH	TTCL	TU	TVD	UAC	UV	VGI	VIH	WACOAL	WAVE
WHA	WINNER								



2S	AAV	ACAP	AGE	AH	AHC	AIRA	AIT	AKR	ALLA
ALT	AMA	AMANA	APCO	AQUA	ARIP	ARROW	ASIA	ASIMAR	ASK
ASN	ASP	ATP30	AU	AUCT	AYUD	BA	BBL	BDMS	BEC
BEM	BFIT	BGRIM	BIZ	BJC	BJCHI	BLA	BOL	BPP	BROOK
BTW	CBG	CEN	CENTEL	CGH	CHEWA	CHG	CHOW	CI	CIMBT
CNS	COM7	COMAN	CPALL	CSC	CSP	DCC	DCORP	DDD	EASON
ECF	ECL	EE	EPG	ERW	ETE	FN	FNS	FORTH	FPI
FSMART	FVC	GBX	GCAP	GLOBAL	GLOW	GULF	HARN	HPT	HTC
HYDRO	ICN	ILINK	INET	IRC	ITD	JAS	JCKH	JKN	JWD
K	KBS	KCAR	KGI	KKC	KOOL	KTIS	L&E	LANNA	LDC
LH	LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO	MAJOR	MALEE	MBKET
MC	MEGA	METCO	MFC	MFEC	MK	MOONG	MSC	MTI	NCH
NET	NINE	NOBLE	NOK	NSI	NTV	NWR	OCC	OGC	ORI
PAP	PATO	PB	PDI	PJW	PLAT	PM	PORT	PPP	PREB
PRECHA	PRINC	PRM	PT	PLT	RICHY	RML	RS	RWI	S
S11	SALEE	SANKO	SAWAD	SCG	SCI	SCN	SE	SEAFCO	SEAOIL
SELIC	SENA	SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKE	SMK	SMPC	SMT
SNP	SORKON	SPC	SPI	SPPT	SPVI	SR	SSF	SST	STA
SUC	SUSCO	SUTHA	SWC	SYMC	SYNEX	TACC	TAE	TAKUNI	TBSP
TCC	TEAM	TFG	TFMAMA	THRE	TICON	TIPCO	TK	TKN	TKS
TM	TMC	TMI	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP	TNR	TOA
TOG	TPA	TPAC	TPBI	TPCORP	TRITN	TRT	TSE	TSR	TSTE
TTA	TTW	TVI	TVO	TWP	TWPC	U	UMI	UOBKH	UP
UPF	UPOIC	UT	UWC	VNT	WHAUP	WICE	WIJK	XO	YUASA
ZMICO									



7UP	ABICO	ABM	AEC	AEONTS	AF	AJ	ALUCON	AMA	AMC
AS	ASAP	ASEFA	ASIAN	BCH	BEAUTY	BGT	BH	BIG	BLAND
BM	BR	BROCK	BSBM	BTNC	CCET	CCP	CGD	CHARAN	CHAYO
CITY	CMO	CMR	COLOR	CPL	CPT	CRD	CSR	CTW	CWT
D	DCON	DIGI	DIMET	EKH	EMC	EPCO	ESSO	ESTAR	FE
FLOYD	FOCUS	FSS	FTE	GENCO	GIFT	GJS	GLAND	GPI	GREEN
GTB	GYT	HTECH	IFS	IHL	III	INOX	INSURE	IRCP	IT
ITEL	J	JCK	JMART	JMT	JTS	JUBILE	KASET	KCM	KIAT
KWC	KWG	KYE	LALIN	LEE	LPH	MATCH	MATI	MBAX	M-CHAI
MDX	META	MILL	MJD	MM	MODERN	MPG	NC	NDR	NETBAY
NNCL	NPK	OCEAN	PAF	PDG	PF	PICO	PIMO	PK	PL
PLE	PMTA	PPPM	PRIN	PSTC	PTL	RCI	RCL	RJH	ROUNA
RPC	RPH	SAMCO	SAPPE	SCP	SF	SGF	SGP	SKN	SKR
SKY	SLP	SMIT	SOLAR	SPA	SPCG	SPG	SQ	SRICHA	SSC
SSP	STANLY	STPI	SUN	SUPER	SVOA	T	TCCC	TCMC	THE
THG	THMUI	TIC	TITLE	TIW	TMD	TOPP	TPCH	TPIPP	TPOLY
TTI	TVT	TYCN	UEC	UMS	UNIQ	VCOM	VIBHA	VPO	WIN
WORK	WP	WPH	ZIGA						

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100	★★★★★	ดีเลิศ
80-89	★★★★	ดีมาก
70-79	★★★	ดี
60-69	★★	ดีพอใช้
50-59	★	ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติตาม และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ นักลงทุนให้ถือลงทุน การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Anti-corruption Progress Indicator 2019**

**ได้รับการรับรอง**

ADVANC	AIE	AKP	AMANAH	AP	AQUA	ASP	ASK	BAFS	BBL
BCH	BKI	BLA	BSBM	BAY	BANPU	BWG	BJCHI	BTS	BRR
CIG	CEN	CNS	CPN	CENTEL	CPF	FPI	CIMBT	COM7	CGH
CPALL	CSC	DEMCO	TIP	DRT	DIMET	DTC	DCC	ECL	EPCO
ESTW	EGCO	FNS	FSS	GCAP	GJS	GSTEL	GEL	GFPT	GC
GGC	GPSC	GBX	GLOW	GOLD	GUNKUL	HTC	HANA	HARN	HMPRO
ICC	IFS	INSURE	IVL	INET	INTUCH	IRPC	KBANK	KCE	KSL
KBS	KKP	K	KTB	KWC	KCAR	KTC	LPN	LRH	LHFG
L & E	LHK	MALEE	MBKET	MBK	MC	MCOT	MSC	MINT	M
MONO	MOONG	MTI	MBAX	NBC	NINE	NMG	NNCL	OCC	OCEAN
NKI	PLAT	TASCO	TIPCO	TISCO	TMB	DTAC	TNITY	TTCL	TVD
OGC	PAP	PDI	PATO	PRG	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PSTC
PPPM	PDJ	PREB	PE	PM	PPP	PT	PB	PRINC	PDG
PPS	PTG	PTTEP	PTTGC	PTT	PYLON	QTC	QLT	Q-CON	QH
RML	RATCH	THANI	SNP	SORKON	SPACK	SABINA	SPI	SPC	SCG
SCCC	SCB	MAKRO	SSSC	SGP	SINGER	SIS	SNC	SAT	AYUD
SMIT	SMPC	SSI	SIRI	SC	SCN	SE-ED	CFRESH	SELIC	SENA
STA	SRICHA	SITHAI	VIH	SPRC	SST	SSF	SUSCO	SVI	SMK
SYNTEC	TMILL	TKT	TSTH	TPCORP	TAE	TFI	KASET	TMD	TMT
THCOM	TFG	THREL	TVI	TCAP	TNP	THIP	TNL	BROOK	LANNA
TNR	TOP	TOG	TPA	TFMAMA	THRE	TSC	TU	WACOAL	TWPC
U	UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	VGI	VNT	WHA	WICE	

**ประกาศเจตนาธรรม**

2S	ABICO	AIRA	AF	AMA	AMARIN	AMATA	ANAN	ARROW	AI
BM	BUI	B	CI	CHO	CHOW	CHG	CITY	COL	EFORL
ESTAR	UREKA	XO	FTE	FPI	GYT	GPI	ICHI	IRC	ILINK
JTS	JNK	CHOTI	KWG	KDC	NETA	MFEC	MPG	NEP	INOX
PSL	RWI	ROJNA	SAAM	SCI	SHANG	SKR	SPALI	SYNEX	TMC
TAKUNI	TPP	STANLY	TVO	TRITN	UWC	UV	YUASA		

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒนา เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒนา อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในรูปแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒนาซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เสียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เสียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน