

บมจ. ไออาร์พีซี (IRPC)

ปี 58: ผลประกอบการตามคาด; dividend yield สูง

ผลประกอบการของ IRPC พลิกกลับจากที่ขาดทุน 5,235 ล้านบาทในปี 57 มาเป็นกำไร 9,402 ล้านบาทในปี 58 ตามที่เราคาด ส่วนปี 59 เราคาดว่ากำไรปกติจะอยู่ที่ 10,557 ล้านบาท (+21% yoy) จาก GIM ที่คาดแข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 14.0 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล หลังเริ่มโครงการ Everest และเริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ของโครงการ UHV คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 5.70 บาท

2015 RESULTS

Year end 31 Dec (Btm)	2015	2014	yoy % chg	Remarks
Revenue	199,595	272,968	(26.9)	In line with expectations
Core EBITDA	20,448	7,148	186.1	In line with expectations
Inventory gain/(loss)	(3,415)	(8,550)	(60.1)	In line with expectations, impact from weak crude oil prices
Forex gain/(loss)	(1,288)	(70)	1,740.0	US\$400m debt in dollar term
Depreciation	(5,457)	(5,210)	4.7	
Tax	(2,346)	2,398	(197.8)	
Extraordinary items	4,105	996	312.1	
Net income	9,402	(5,235)	(279.6)	
EPS (Bt)	0.46	(0.26)		

Source: IRPC, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- ผลประกอบการปี 58 ออกมาใกล้เคียงตามคาด** ผลประกอบการของ IRPC พลิกกลับจากที่ขาดทุน 5,235 ล้านบาทในปี 57 มารัฐกำไรที่ 9,402 ล้านบาทในปี 58 หากไม่รวม one-off inventory loss, กำไรพิเศษและเงินเคลมประกัน กำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 8,721 ล้านบาท (ปี 57 อยู่ที่ 1,623 ล้านบาท) ทั้งนี้ กำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 พลิกกลับจากรับรู้ผลขาดทุนที่ 5,800 ล้านบาทในไตรมาส 4/57 แต่ลดลง 50% qoq อยู่ที่ 447 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้
- Margin แข็งแกร่ง** GIM ของ IRPC ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 14.7 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 4/58 ซึ่งทำให้ GIM ในปี 58 อยู่ที่ 14.0 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล (ปี 57 อยู่ที่ 7.6 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล) IRPC รายงาน inventory loss ที่ 1.4 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล หรือ 3,415 ล้านบาทในปี 58 (ปี 57 บันทึก inventory loss ที่ 4.1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล หรือ 8,550 ล้านบาท) ซึ่งทำให้ GIM ในปี 58 อยู่ที่ 12.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ทั้งนี้ โปรแกรม Delta เพิ่ม GIM ของ IRPC ที่ประมาณ 1.1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	281,589	214,172	194,179	214,860	220,027
EBITDA	(769)	15,785	21,417	23,995	27,737
Operating profit	(5,979)	10,329	14,862	16,875	20,487
Net profit (rep./act.)	(5,235)	9,402	10,557	12,293	14,592
Net profit (adj.)	1,623	8,721	10,557	12,293	14,592
EPS (Bt)	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
PE (x)	53.4	9.9	8.2	7.0	5.9
P/B (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	n.m.	9.0	6.6	5.9	5.1
Dividend yield (%)	1.9	5.2	5.2	5.2	5.7
Net margin (%)	(1.9)	4.4	5.4	5.7	6.6
Net debt/(cash) to equity (%)	86.7	66.2	68.0	57.1	37.0
Interest cover (x)	(0.5)	6.4	13.0	13.5	12.4
ROE (%)	(7.3)	13.1	13.4	14.4	15.5
Consensus net profit	-	-	9,001	9,705	10,483
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.17	1.27	1.39

Source: IRPC, Bloomberg, UOB Kay Hian

ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	4.24 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	5.70 บาท
Upside	+34.4%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	6.50 บาท)

รายละเอียดบริษัท

โรงกลั่นและปิโตรเคมี

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	IRPC TB
Shares issued (m):	20,434.4
Market cap (Btm):	86,641.9
Market cap (US\$m):	2,442.4
3-mth avg daily turnover (US\$m):	12.1

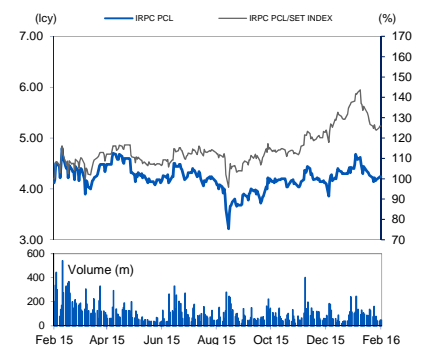
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt4.80/Bt3.22			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
4.1	4.4	1.0	5.0	1.4

Major Shareholders

PTT	38.5
Government saving bank	9.5
Government pension fund	5.8
FY16 NAV/Share (Bt)	3.99
FY16 Net Debt/Share (Bt)	2.71

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

อาคิส ภมรานนท์

02-659-8317

arsit@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **Margin** ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากโครงการ UHV ผู้บริหารคาดการณ์ว่า GIM จะปรับตัวดีขึ้นจากโครงการ UHV ที่อย่างน้อย 1.4 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล โครงการ UHV จะช่วยทำให้ IRPC กลายเป็น complex refinery และมี gasoline yield ที่ 10% (จาก 5% ในขณะนี้) และ naphtha yield ที่ 21% (จาก 16% ในขณะนี้) โดยการลด fuel oil (สินค้าที่มี margin ตีลบ) yield ลงอยู่ที่ 8% จาก 23% ในขณะนี้ นอกจากนี้ ผู้บริหารคาดการณ์ว่าโครงการ UHV จะช่วยเพิ่มการเติบโตให้กับบริษัทฯ อีกมากด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) โครงการเพิ่มการผลิต Polypropylene (PP) และ compounding project โดยการเปลี่ยนโพรพิลีน 320kpa จาก UHV ไปเป็นเกรดพิเศษของ PP ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่ม GIM ขึ้นประมาณ 1.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลและ 2) gasoline yield ที่เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 12% หนุนจากสเปรตก๊าซโซลีนที่ตีขึ้นในปี 59

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- แม้มีการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในเดือน พ.ย.59 แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิจะยังแข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 10,557 ล้านบาทในปี 59 ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) GIM ที่แข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 14.0 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล หลังโครงการ UHV เริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์และ 2) EBITDA ที่ 100 ล้านเหรียญสหรัฐ จากโปรแกรม Everest หากไม่รวม non-recurring items เราคาดว่ากำไรหลักจะเพิ่มขึ้น 2.1% yoy ในปี 59

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ** **ซื้อ** ราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 5.70 บาท อิงด้วย 2016F PE ที่ 11 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับคู่แข่งรายอื่นในกลุ่มฯ ในระดับภูมิภาคแต่มากกว่ากลุ่มปิโตรเคมีและโรงกลั่นในประเทศเพื่อสะท้อนกำไรหลักที่คาดว่าจะเติบโตขึ้นแข็งแกร่งในปี 59
- หุ้น IRPC เป็น top pick ของเราในกลุ่มโรงกลั่นไทยโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำในขณะนี้ ราคาหุ้น IRPC ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 8.2 เท่าซึ่งต่ำกว่าระดับต่ำสุดในอดีต
- IRPC ประกาศจ่ายเงินปันผลที่ 0.22 บาท/หุ้น หรือมี yield ในระดับสูงที่ 5.2%

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- วันที่ 18 ก.พ.59: จ่ายเงินปันผล
- วันที่ 19 ก.พ.59: ประชุมนักวิเคราะห์
- เดือน มี.ค. 59: การเริ่มดำเนินการผลิตของโครงการ UHV

OPERATING STATISTICS

(US\$/bbl)	2015	2014
GIM	13.99	7.63
Inventory gain/(loss)	(1.49)	(4.14)
Accounting GIM	12.5	3.49
Crude run (kbd)	183	172

Source: IRPC

OPERATING STATISTICS

(US\$/bbl)	4Q15	4Q14	3Q15
GIM	14.67	10.38	14.13
Inventory gain/(loss)	(4.77)	(16.42)	(3.80)
Accounting GIM	9.90	(6.04)	10.33

Source: IRPC

CRUDE RUN

	4Q15	4Q14	3Q15
Crude run (kbd)	181	180	177

Source: IRPC

GIM BREAKDOWN

(US\$/bbl)	4Q15	4Q14	3Q15
Refinery	4.37	2.87	2.40
Lube	2.72	1.87	2.38
Olefin	4.7	3.08	5.45
Aromatics	1.93	1.51	2.74
Electricity	0.95	1.05	1.16
Market GIM	14.67	10.38	14.13

Source: IRPC

4Q15 RESULTS

(Btm)	4Q15	4Q14	3Q15
Revenue	45,470	60,949	48,658
Core EBITDA	4,924	3,956	5,976
Inventory gain/(loss)	(2,858)	(8,991)	(2,195)
Forex gain/(loss)	117	(254)	(1,064)
Depreciation	(1,393)	(1,329)	(1,387)
Tax	(31)	1,393	(209)
Extraordinary item	0	1,000	845
Net income	447	(5,779)	887
EPS (Bt)	0.02	(0.28)	0.04

Source: IRPC