

7 December 2022

# Star Petroleum Refining

## ประกาศแผนลงทุนในสถานีบริการน้ำมัน Caltex และ Thappline

Bloomberg ticker	SPRC TB
Recommendation	HOLD (maintained)
Current price	Bt12.00
Target price	Bt13.30 (maintained)
Upside/Dow	+11%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt12.94
Bloomberg consensus	Buy 9 / Hold 6 / Sell 3

<b>Stock data</b>	
Stock price 1-year high/low	Bt13.50/Bt8.20
Market cap. (Bt mn)	52,031
Shares outstanding (mn)	4,336
Avg. daily turnover (Bt mn)	309
Free float	39%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very Good

### News Flash

□ **แผนลงทุนต่อยอดไปในธุรกิจปิโตรเลียมปลายน้ำ** SPRC แจ้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ว่าที่ประชุมคณะกรรมการ (BOD) ของบริษัทได้มีมติอนุมัติการลงทุนในธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โดยรวมถึง

1) การเข้าซื้อหุ้น 100% ของบริษัท เซฟรอน ลูบริแคนท์ (ประเทศไทย) จำกัด (บริษัทเป้าหมาย) (ซึ่งซื้อบริษัทอาจมีการเปลี่ยนแปลงก่อนวันธุรกรรมเสร็จสิ้น) จาก Chevron Asia Pacific Holdings Limited (CAPHL), CT Nominee Holdings (I) (CTN1) และ CT Nominee Holdings (II) (CTN2) โดยบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จะทำการเข้าซื้อ

1.1) ธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมที่ปัจจุบันดำเนินการโดย บริษัท เซฟรอน (ไทย) จำกัด (CTL) โดยมีธุรกิจสถานีบริการน้ำมันคาลเท็กซ์ (Caltex 427 แห่ง แบ่งเป็น สถานีบริการน้ำมันแบบผู้ค้าปลีกเป็นเจ้าของและดำเนินการ (RORO) 403 แห่ง และ สถานีบริการน้ำมันแบบบริษัทเป็นเจ้าของและดำเนินงานโดยผู้ค้าปลีก (CORO) 24 แห่ง)

1.2) หุ้น 16 ล้านหุ้น หรือ 2.5% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด มหาชน (BAFS) (เราแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 35.00 บาท)

2) การเข้าซื้อหุ้นสามัญ 2.88 ล้านหุ้นและหุ้นบุริมสิทธิ 5.53 ล้านหุ้น คิดเป็น 9.9% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ท่อส่งปิโตรเลียมไทย จำกัด (Thappline) จาก CAPHL โดยบริษัท Thappline ประกอบธุรกิจขนส่งและจัดจำหน่ายน้ำมันทางระบบท่อส่ง (ทั้งนี้บริษัท Thappline มี PTT Oil and Retail Business PLC (OR) เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่สุดประมาณ 40%)

3) การลงทุนโดยการเข้าซื้อหุ้นและการให้กู้ยืมเงินแก่บริษัทจำกัดที่จะจัดตั้งขึ้นใหม่ 2 บริษัท โดยหนึ่งในบริษัทใหม่นี้จะเข้าซื้อที่ดิน 19 แปลงซึ่งเป็นที่ดินที่ใช้ในการประกอบธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (ซึ่งรวมถึง สถานีบริการน้ำมันและคลังน้ำมัน) จากบริษัท สตาร์โฮลดิ้งส์ จำกัด (SHC)

**ทั้งนี้ธุรกรรมนี้อาจจะมีมูลค่ารวม 5.6 พันล้านบาท** ซึ่งแบ่งออกเป็น 1) มูลค่าหุ้นบริษัทเป้าหมาย (2.2 พันล้านบาท), 2) เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (2.4 พันล้านบาท, ตัวเลข ณ สิ้นปี 2021) และ 3) เงินลงทุนในบริษัทใหม่ (1.0 พันล้านบาท) โดยบริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากกระแสเงินสดภายในบริษัท และ/หรือแหล่งเงินทุนภายนอกจากเงินกู้สถาบันการเงิน **โดยบริษัทคาดว่าธุรกรรมนี้จะแล้วเสร็จภายในเดือน มิ.ย. 2024** ทั้งนี้ CTL และ SHC จะทำการปรับโครงสร้างธุรกิจก่อนการเข้าซื้อหุ้นของ SPRC

□ **เงื่อนไขการเข้าทำรายการ** ในการเข้าทำธุรกรรมการลงทุนในธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (ซึ่งรวมถึงการเข้าซื้อหุ้น) SPRC จะเข้าทำ 1) สัญญา Framework agreement (FA) โดยสัญญา FA มีวัตถุประสงค์ในการกำหนดกรอบขั้นตอนการดำเนินการของธุรกรรมและสัญญาต่างๆที่เกี่ยวข้อง โดยคู่สัญญาประกอบด้วย ผู้ซื้อ (SPRC) และผู้ขาย (CAPHL, CTN1, CTN2, SHC และ CTL) 2) สัญญาซื้อขายหุ้นบริษัทเป้าหมายและ Thappline และภายหลังได้จัดตั้งบริษัทใหม่ 1 เรียบร้อยแล้วบริษัทใหม่ 1 จะเข้าทำสัญญาซื้อขายที่ดิน ทั้งนี้ SPRC ต้องได้รับคำอนุมัติการเข้าซื้อหุ้นจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมด โดยไม่นับคะแนนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งนี้วัน Ex-meeting (XM) เป็นวันที่ 19 ธ.ค. 2022 (ที่มา: SET)

### Implication

□ **มองบวกต่อการดำเนินธุรกิจในระยะยาว** เรามีมุมมองเป็นบวกต่อข่าวนี้ โดยเรามองว่าการลงทุนในรูปแบบของการบูรณาการแนวตั้ง (vertical integration) นี้จะช่วยให้บริษัทสามารถสร้างการเติบโตไปกับธุรกิจปิโตรเลียมปลายน้ำได้ค่อนข้างตัวมากขึ้น อย่างไรก็ตาม จากตัวเลขการดำเนินงานที่ยังไม่อัปเดต ทำให้เรายังไม่สามารถประเมิน valuation จากการเข้าซื้อหุ้นบริษัทเป้าหมาย (เซฟรอน ลูบริแคนท์ และ Thappline) ได้อย่างชัดเจน

□ **อาจจะเป็นปัจจัยการเติบโตใหม่บริษัท** หากธุรกรรมนี้สำเร็จ เราประเมินกำไร 2024E ที่เป็นไปได้เบื้องต้นที่ประมาณ 0.8 พันล้านบาทเทียบกับกำไรของ SPRC ปี 2023E ที่ 6.4 พันล้านบาท จาก 1) 100% holding ในธุรกิจสถานีบริการน้ำมันคาลเท็กซ์ (Caltex 427 แห่ง) คาดประมาณ 0.7 พันล้านบาท (บนสมมติฐาน การเติบโตของรายได้เสมือน (proforma) ของบริษัทเป้าหมายปี 2022E-2024E ที่

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

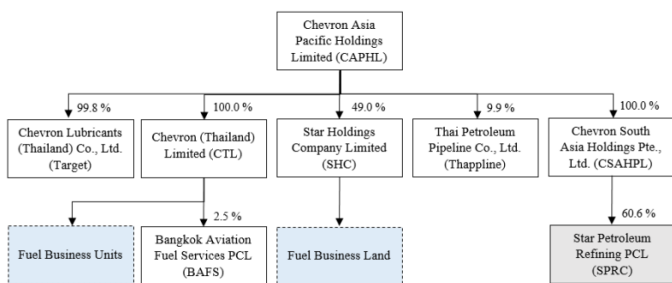
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

+60%/+10%/-10% จากรายได้ proforma ของบริษัทที่ 8.70 พันล้านบาทในปี 2021 และอัตรากำไรสุทธิปี 2024E ที่ 0.5% ระดับเท่ากับในปี 2019), 2) รายได้เงินปันผลที่เป็นไปได้จากการถือหุ้น 2.5% ใน BAFS ประมาณ 12 ล้านบาท (คิดบน 2024E EPS ของ BAFS ที่ 0.77 บาทต่อหุ้น) และ 3) รายได้เงินปันผลที่เป็นไปได้จากการถือหุ้น 9.9% ใน Thapline ประมาณ 59 ล้านบาท (บนสมมติฐานอัตราการจ่ายปันผลที่ 40% และกำไร 2024E ของ Thapline ที่ 1.5 พันล้านบาท)

□ **คงกำไรสุทธิ 2022E/2023E ที่ 9.5/6.4 พันล้านบาท (+101%/-33% YoY) และมองว่ากำไรจะสามารถฟื้นตัว QoQ ได้ใน 4Q22E** ตามการฟื้นตัวของค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ซึ่งเป็นผลจากพรีเมียมน้ำมัน (crude premium) ที่ลดลง อย่างไรก็ตาม จากการระยะเวลาในการทำธุรกรรมที่ค่อนข้างยาวนาน (18 เดือน) อีกทั้งธุรกรรมยังมีความไม่แน่นอนอยู่ เรายังไม่ได้รวมผลกระทบจากต้นทุนค่าเข้าในประมาณการกำไรของเรา เราอาจจะอัปเดตเพิ่มเติมหลังเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์กับทางบริษัท

□ **ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ระดับเต็มมูลค่าแล้ว คงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมาย 13.30 บาท** อิง PBV เป้าหมายที่ 1.22x (เท่ากับ -0.4SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี)

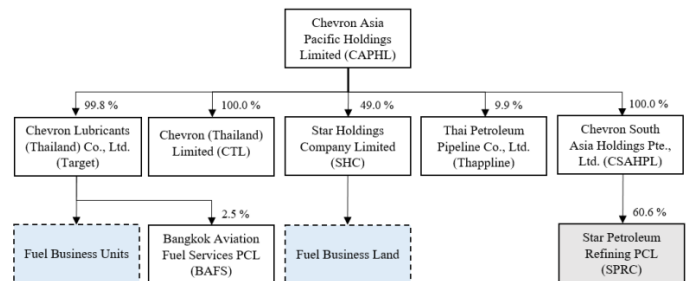
Fig 1: Target Co.'s shareholding structure (pre-reorganization)



Source: Company

Remark: The remaining shares in Target are held by CTN1 and CTN2 (0.1% each)

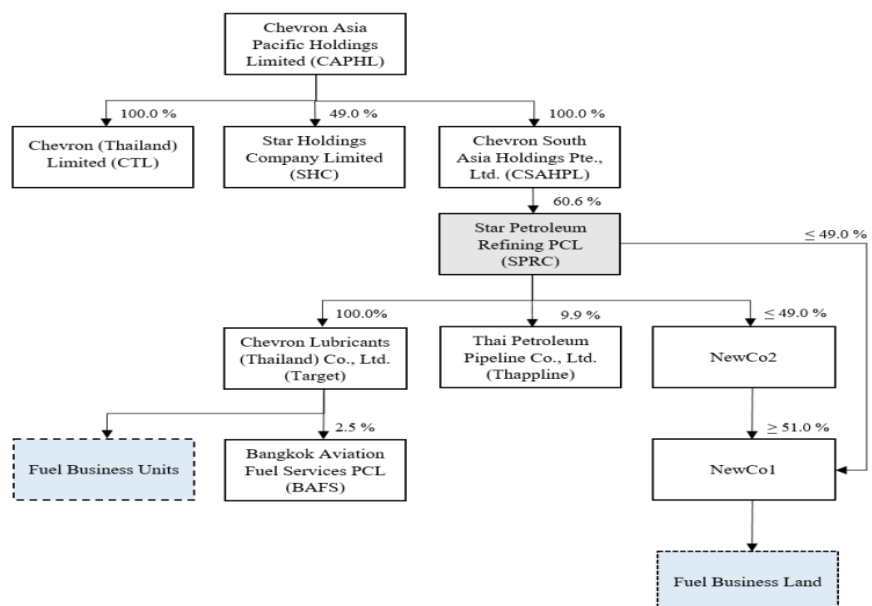
Fig 2: Target Co.'s shareholding structure (post-reorganization)



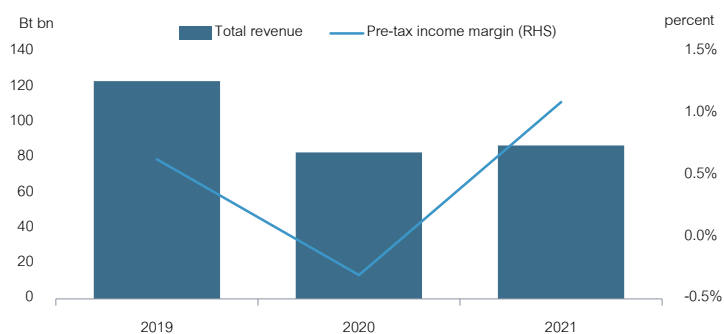
Source: Company

Remark: CAPHL, CTN1, and CTN2 will still collectively hold 100% after reorganization

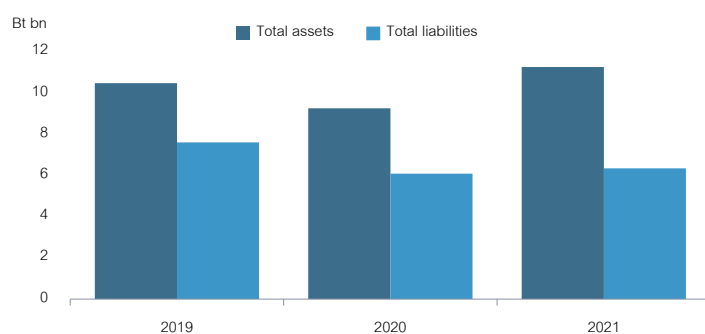
Fig 3: Target Co.'s shareholding structure (post-transaction)



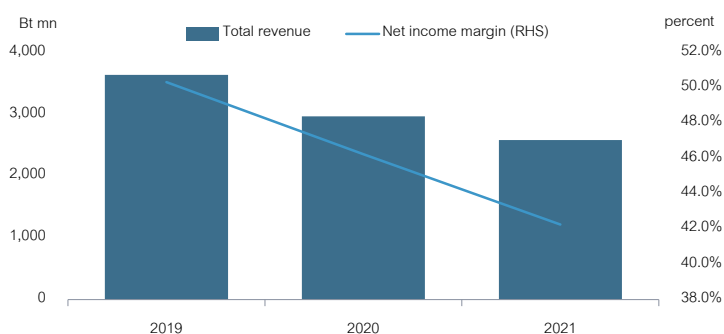
Source: Company

**Fig 4: Chevron Lubricants' P&L (proforma statement)**


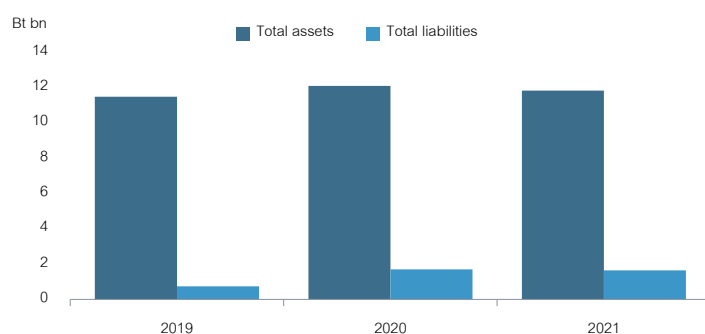
Source: Company

**Fig 5: Chevron Lubricants' BS (proforma statement)**


Source: Company

**Fig 6: Thappline's key P&L figures**


Source: Company

**Fig 7: Thappline's key balance sheet figures**


Source: Company

## Corporate governance report of Thai listed companies 2021

## CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

## สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

## DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

**หมายเหตุ** ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

## IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

## DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

## ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทร่วมกับดัชนี มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคุณค่าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

## ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5