



BCP

(The Bangchak Petroleum PCL.)

Sector: Energy

เบญจพล สุทธิวิณิช research@kks.co.th



Source: Reuters

Business Description

ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน แบบ Complex refinery และจำหน่ายน้ำมันสำเร็จรูปผ่านสถานีบริการภายใต้เครื่องหมายการค้า บางจาก โดยจำหน่ายให้ผู้ใช้ในภาคขนส่ง สายการบิน เรือเดินสมุทร ภาคก่อสร้าง ภาคอุตสาหกรรม ภาคเกษตร และการจำหน่ายผ่านผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ รายเล็ก และลูกค้ารายย่อยทั่วไป

Stock Information

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	1,531.64
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	1,119.11
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	4.59
P/BV (X)	0.95
Book Value '2012 (บาท)	21.38
Market Cap. (ล้านบาท)	30,430
Free Float (%)	62.74
SAA Consensus (บาท)	24.59

Sector Information

P/E (X)	10.23
P/BV (X)	1.75

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ขาย
Fair Value (Bt)	20.00
Closed Price (Bt)	22.10
Down-side Risk	9.50%
Dividend Yield 55F	2.49%
CGR 2011	▲▲▲▲▲

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติของ BCP ในปี 2555 ลง 55% (กรณีเลวร้ายที่สุด) เพื่อสะท้อนกำลังการกลั่นที่ลดลงในช่วงครึ่งปีหลังที่จะลดลงกว่า 48% จากครึ่งปีแรกเหลือเพียง 45,000 บาร์เรล เนื่องจากเหตุการณ์ไฟไหม้ ขณะที่บริษัทยังอยู่ระหว่างการประเมินความเสียหายคาดว่าจะได้ข้อสรุปในสัปดาห์นี้ ด้านผลประกอบการ 2Q55 คาดว่าจะขาดทุน 366 ล้านบาท แม้ว่าจะมีกำไรจากกลุ่มสถานีบริการ ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ลดลง แต่ทำให้กลุ่มธุรกิจโรงกลั่นมี Stock Loss ขณะที่ค่าการกลั่นพื้นฐานอ่อนตัวลดลง เรายังคงคำแนะนำ "ขาย"

ปรับลดกำไรจากการดำเนินงานปกติปี 2555 ลงเพื่อสะท้อนเหตุเพลิงไหม้

เราปรับลดกำไรจากการดำเนินงานปี 2555 ลงจากประมาณการเดิม 55% เหลือ 1,826 ล้านบาท หรือลดลง 60% yoy (ไม่รวมผลของ Stock Gain/Loss) จากสมมติฐานกำลังการกลั่นต่อวันเหลือเพียง 45,000 บาร์เรลในช่วงครึ่งปีหลังเทียบกับ 1 แสนบาร์เรลในครึ่งปีแรก ทำให้ทั้งปี 2555 BCP จะมีกำลังการกลั่นเฉลี่ยต่อวันลดลงเหลือ 65,500 บาร์เรล (อัตราการใช้กำลังการผลิต 54.6%)

บริษัทยังอยู่ระหว่างการประเมินความเสียหายคาดว่าจะได้ข้อสรุปภายในสัปดาห์นี้ เบื้องต้นบริษัทคาดว่าใน 3Q55 บริษัทจะมีอัตราการกลั่นต่อวันเหลือ 45,000 บาร์เรล ลดลงจากกำลังการกลั่นต่อวันใน 1H55 ที่ระดับ 86,000 บาร์เรล ขณะที่การประเมินเบื้องต้นของบริษัทคาดว่าจะใช้เวลา 3 – 5 เดือน โดยการซ่อมแซมความเสียหายคาดว่าจะใช้เวลาอย่างน้อย 3 เดือน แต่หากจำเป็นต้องมีการเปลี่ยนแปลงอุปกรณ์ความเสียหายคาดว่าจะใช้เวลาเพิ่มอีก 1 – 2 เดือน

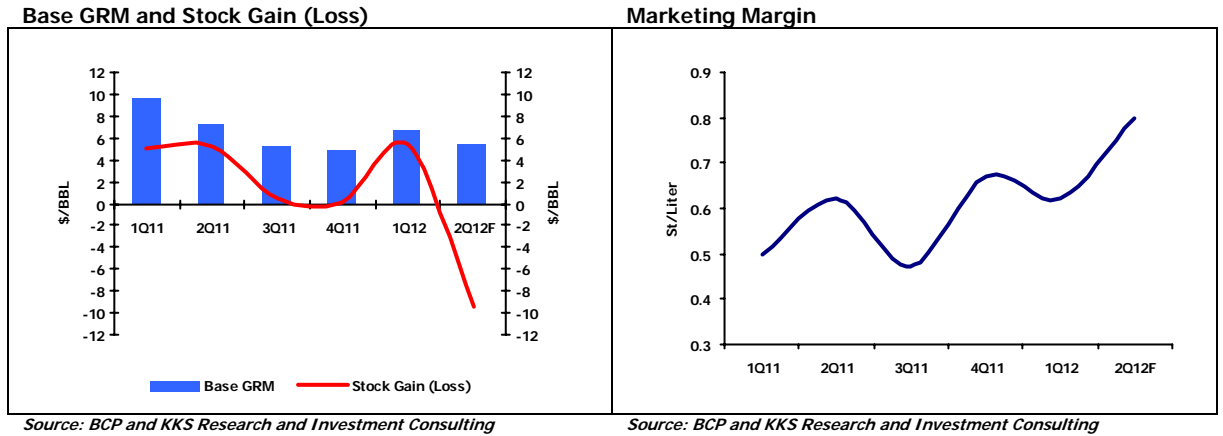
ขาด 2Q55 มีผลประกอบการขาดทุนจาก Stock Loss

เราคาดว่าค่าการกลั่นพื้นฐาน 2Q55 อยู่ที่ 5.4 เหรียญต่อบาร์เรล ลดลง 19% qoq และลดลง 26% yoy ขณะที่บริษัทปรับลดกำลังการกลั่นต่อวันลดลงจาก 101,000 บาร์เรล ใน 1Q55 เหลือ 71,000 บาร์เรล เนื่องจากบริษัทมีเหตุซ่อมตามกำหนด แต่ธุรกิจสถานีบริการคาดว่าจะมีค่าการตลาด (Marketing Margin) เพิ่มขึ้น 0.8 บาทต่อลิตร หลังราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง พ.ค. – มิ.ย. 55 ทำให้เราคาดว่าค่าการกลั่นพื้นฐานรวม (Market GIM ไม่รวมผลจาก Stock) จะไม่ต่ำกว่า 9.55 เหรียญต่อบาร์เรล

เราคาดว่าค่าการกลั่นพื้นฐาน 2Q55 อยู่ที่ 5.4 เหรียญต่อบาร์เรล ลดลง 19% qoq และลดลง 26% yoy ขณะที่บริษัทปรับลดกำลังการกลั่นต่อวันลดลงจาก 101,000 บาร์เรล ใน 1Q55 เหลือ 71,000 บาร์เรล เนื่องจากบริษัทมีเหตุซ่อมตามกำหนด แต่ธุรกิจสถานีบริการคาดว่าจะมีค่าการตลาด (Marketing Margin) เพิ่มขึ้น 0.8 บาทต่อลิตร หลังราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง พ.ค. – มิ.ย. 55 ทำให้เราคาดว่าค่าการกลั่นพื้นฐานรวม (Market GIM ไม่รวมผลจาก Stock) จะไม่ต่ำกว่า 9.55 เหรียญต่อบาร์เรล



อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวลดลงกว่า 28 เหรียญต่อบาร์เรล ทำให้กลุ่มธุรกิจโรงกลั่นรวมทั้ง BCP มี Stock Loss จำนวนมาก แม้บริษัทจะมีกำไรจากการทำสัญญาป้องกันความเสี่ยง แต่เราคาดว่าผลสุทธิจากรายการดังกล่าว (Stock Loss + Hedging Gain) จะสูงถึง 8 เหรียญต่อบาร์เรล



ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 20 บาท ระยะสั้นยังมีความเสี่ยงต่อการลงทุน แนะนำ “ขาย”

ปรับลดราคาเป้าหมายลง 9% เหลือ 20 บาท จากการปรับลดประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปี 55 และเราคงคำแนะนำเชิงพื้นฐาน “ขาย” เช่นเดิม เราเชื่อว่าประเด็นดังกล่าวจะยังเป็นความเสี่ยงต่อการลงทุนในระยะสั้นสำหรับ BCP อย่างไรก็ตามการประเมินผลกระทบที่มีต่อผลประกอบการของเรา เป็นกรณี Worst case บทข้อจำกัดทางด้านข้อมูล ขณะที่บริษัทยังอยู่ระหว่างการประเมินความเสียหาย ทำให้เรามีโอกาสปรับประมาณการปี 55 ใหม่อีกครั้ง หากความเสียหายที่เกิดขึ้นต่ำกว่าที่เราประเมิน



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	136,369	158,610	124,243	174,479
Costs of Sales	130,020	147,984	118,258	163,203
Gross profit	6,350	10,626	5,985	11,276
SG&A	3,406	3,841	4,139	5,139
EBIT	2,944	6,785	1,846	6,137
Depre. & amort'n	1,697	1,879	1,903	1,998
EBITDA	4,640	8,664	3,749	8,135
Interest expense	879	783	846	837
Other income	717	1,542	1,242	611
Pre-tax profit (loss)	2,782	7,526	2,243	5,910
Corporate Tax	996	615	515	1,064
After-tax profit	1,786	6,911	1,728	4,847
Extraordinary Items	697	-1,448	98	0
Minority interest	76	22	0	0
Net profit	2,796	5,610	1,826	4,847
Norm. net profit	1,276	4,291	1,728	4,847

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	9,118	4,031	6,715	3,401
Current Assets	32,084	31,294	25,635	30,144
Fixed Assets	26,328	30,309	33,819	36,827
Total Assets	58,413	61,603	59,453	66,972
S/T loan	40	2,000	0	0
Current Portion of Debt	2,662	551	850	600
Current Liabilities	17,580	14,541	10,598	14,097
LT Debt	14,979	16,030	18,180	17,580
Total Liabilities	35,632	31,724	30,020	33,422
Paid-up Capital	1,177	1,377	1,377	1,377
Retained Earnings	12,805	16,833	16,387	20,503
Total Equity	22,780	29,879	29,433	33,549

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	2,796	5,610	1,826	4,847
Depre./Amortization	1,697	1,879	1,903	1,998
Change in work's cap	2,629	-7,419	6,111	-4,074
Other non-cash items	-189	1,050	0	0
Operating Cash Flow	6,933	1,120	9,839	2,771
CAPEX	-1,319	-5,193	-4,750	-3,500
Free cash flows	5,614	-4,073	5,089	-729
New shares issued	0	0	0	0
Net financing cash flows	1,400	-205	-1,823	-1,580
Net cash flows	6,973	-5,088	2,694	-3,314

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	4.66	6.70	4.82	6.46
EBITDA Margin	3.40	5.46	3.02	4.66
EBIT Margin	2.16	4.28	1.49	3.52
ROE	12.27	18.78	6.20	14.45
ROA	4.79	9.11	3.07	7.24
ROCE	7.40	12.22	3.83	9.48

Cash Cycle (Days)				
Collection Days	15.00	15.00	15.00	16.00
Inventory Days	35.00	35.00	39.00	39.00
Payment Days	25.00	25.00	16.00	16.00
Net Cash Cycle Days	25.00	25.00	38.00	39.00

Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	1.82	2.15	2.42	2.14
Quick Ratio	0.94	1.01	1.21	0.88

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	1.56	1.06	1.02	1.00
Int.-bearing Debt/Equity	0.78	0.62	0.65	0.54
Interest Coverage	3.35	8.66	2.18	7.33
Debt Service Coverage	1.31	6.49	2.21	5.66

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	25.48	16.31	-21.67	40.43
EBITDA Growth	-13.41	86.71	-56.73	117.00
Normalized Profit Growth	-159.21	236.18	-59.74	180.53
Net Profit Growth	-62.84	100.65	-67.46	165.47
EPS Growth	-63.06	71.49	-67.46	165.47

Per/Share Data (Bt)				
EPS	2.38	4.07	1.33	3.52
DPS	1.05	1.65	0.55	1.40
BV	19.36	21.70	21.38	24.37
EV	44.38	37.14	35.90	38.37

Multiplier (x)				
PE	9.30	5.42	16.67	6.28
P/BV	1.14	1.02	1.03	0.91
EV/EBITDA	11.25	5.90	13.19	6.49
Dividend yield (%)	4.75	7.47	2.49	6.33

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ



สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอิมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233 Email: customerservices@kks.co.th	สาขาระยอง 125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย) ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000 โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490 Email: rayong@kks.co.th	สาขาพิษณุโลก 169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455 Email: pitsanulok@kks.co.th
สาขาอโศก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโศก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110 โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995 Email: asoke@kks.co.th	สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม) ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000 โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634 Email: ngamwongwan@kks.co.th	สาขาบางนา 1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซิตี้บางนา บางนา-ตราด กม.3 แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260 โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467 Email: bangna@kks.co.th
สาขาเชียงใหม่ 33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300 โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760 โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765 Email: chiangmai@kks.co.th	สาขาสมุทรสาคร 1400 / 98-101 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000 โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5 โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255 Email: smutsakorn@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515 Email: haadyai@kks.co.th
สาขาขอนแก่น 9/2 ถนนประชาสโมสร ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721 Email: khonkaen@kks.co.th	สาขาชลบุรี 7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130 โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794 Email: chonburi@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch) 20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841 Email: haadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน

คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์

ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจูงจูงราคาหุ้นระยะสั้น

การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์

รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิควิทยานักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance

ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่อยู่สาธารณะที่เข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 - 100	ดีเลิศ	
	80 - 89	ดีมาก	
	70 - 79	ดี	
	60 - 69	ดีพอใช้	
	50 - 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน		นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค	
ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th	อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชาสกุล	Apisit_I@kks.co.th
วิชชุตตา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th	ณาติส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th	ส่วนสนับสนุนข้อมูล	
เบญจพล สุทธิวนิช	benjaphol_s@kks.co.th	สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th	อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ดิษฐานพ วัฒนเวดิน	dithanop_v@kks.co.th	ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th
		RESEARCH CALL CENTER	02 680 2111