



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)	9.80
P/BV (X)	1.04
Book Value '2012 (บาท)	21.38
Market Cap. (ล้านบาท)	31,531.54
Free Float (%)	62.74
SAA Consensus (บาท)	24.59

Sector Information

P/E (X)	10.71
P/BV (X)	1.70

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ขาย
Fair Value (Bt)	20.00
Closed Price (Bt)	22.90
Down-side Risk	12.66%
Dividend Yield 55F	2.40%
CGR 2011	

แม้ว่าอุตสาหกรรมโรงกลั่นมีแนวโน้มที่ดีขึ้นจากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น แต่ BCP เสียโอกาสในการเติบโตจากกำลังการกลั่นที่ลดลงตามแผนการหยุดซ่อมหน่วยกลั่นที่ 3 หลังเหตุเพลิงไหม้ แม้ BCP เชื่อว่าจะสามารถกลับมาเดินเครื่องได้ตามปกติกลางเดือน ต.ค. นี้ แต่เราประเมินว่ายังมีปัจจัยเสี่ยงที่ทำให้การเดินเครื่องล่าช้ากว่ากำหนด รวมทั้งกำลังการกลั่นจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปหลังกลับมาจากการซ่อมและกลับสู่ระดับปกติได้ ในช่วงต้นปี 56 ทำให้เราคาดว่ากำลังการกลั่นใน 2H55 จะลดลง 48 % จาก 1H55 ทำให้ BCP ได้ประโยชน์ไม่มากจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรม และ ขาดปัจจัยสนับสนุนการลงทุน เรายังคงคำแนะนำ "ขาย"

คงสมมติฐานกำลังการกลั่น 2H55 ที่ระดับ 45,000 บาร์เรลต่อวัน ลดลง 48%hoh

แม้ว่าผู้บริหารของ BCP คาดว่ากำลังการกลั่นใน 3Q55 จะอยู่ที่ 45,000 บาร์เรลต่อวัน ลดลง 42% qoq และลดลง 37 % yoy ขณะที่หน่วยกลั่นที่ 3 จะกลับมาดำเนินการกลั่นได้ประมาณกลางเดือน ต.ค. นี้ และจะทำให้กำลังการกลั่นเฉลี่ยต่อวันใน 4Q55 เพิ่มขึ้นเป็น 90,000 บาร์เรล ซึ่งจะทำให้บริษัทมีกำลังการกลั่นเฉลี่ย 2H55 อยู่ที่ 67,500 บาร์เรล ลดลง 21% จาก 1H55 แต่เรายังคงสมมติฐานกำลังการกลั่น (Conservative Case) ใน 2H55 ไว้ที่ 45,000 บาร์เรลต่อวัน ลดลง 48 % จาก 1H55 ที่มีกำลังการกลั่นเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 85,890 บาร์เรลต่อวัน โดยมองว่าขั้นตอนการซ่อมแซมหน่วยกลั่นที่ 3 ยังมีความเสี่ยงที่จะล่าช้ากว่ากำหนดของบริษัท อีกทั้งเรามองว่าหลังการซ่อมหน่วยกลั่นที่ 3 แล้วเสร็จ กำลังการกลั่นจะทยอยฟื้นตัว ซึ่งเป็นปกติของการเดินเครื่องหน่วยกลั่นหลังจากผ่านการซ่อมบำรุง

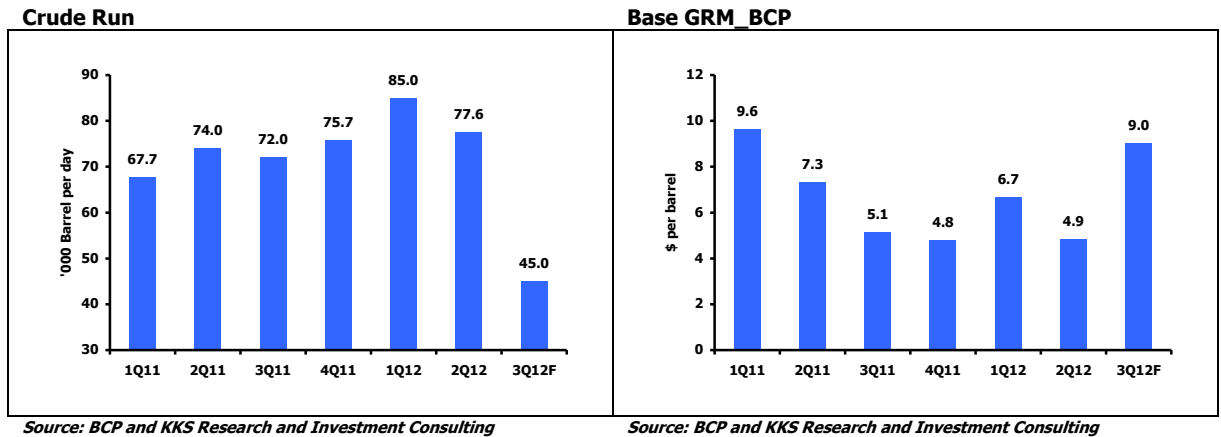
อย่างไรก็ตามมีโอกาสที่เราจะปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 55 เพิ่มหากหน่วยกลั่นที่ 3 สามารถกลับมาเดินได้ตามแผนของบริษัท และมีกำลังการกลั่นที่เพิ่มสูงกว่าสมมติฐานที่เราประเมินไว้ อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเรายังคงติดตามประเด็นดังกล่าวอย่างใกล้ชิด

ธุรกิจโรงกลั่นได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่นใน 3Q55

ค่าการกลั่นมีแนวโน้มที่ดีขึ้น โดยค่าการกลั่นเฉลี่ย (คำนวณจาก Product Yield ของโรงกลั่นในประเทศ) ใน 3Q55 (Qtd) อยู่ที่ 4.64 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้น 22 %qoq จาก Demand น้ำมันสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะค่าการกลั่นในผลิตภัณฑ์หลักอย่างน้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้น 26%qoq และ 20%qoq ตามลำดับ เป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจโรงกลั่นในประเทศ



ด้าน BCP คาดว่าจะมีค่าการกลั่นพื้นฐานใน 3Q55 อยู่ที่ 9 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้นจาก 4.9 เหรียญต่อบาร์เรล ใน 2Q55 ส่วนหนึ่งเป็นไปตามแนวโน้มค่าการกลั่นในตลาดโลก ขณะที่บริษัท จะเพิ่มสัดส่วนการใช้น้ำมันดิบในประเทศในกระบวนการผลิต ซึ่งจะทำให้ BCP มีค่าการกลั่นที่ต่ำกว่า ค่าเฉลี่ยของโรงกลั่นในประเทศ อย่างไรก็ตามกำลังการกลั่นที่ลดลงจากเหตุเพลิงไหม้ ทำให้ BCP ได้ ประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมน้อยที่สุดเมื่อเทียบกับโรงกลั่นอื่น



BCP ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวธุรกิจน้อยที่สุด ทำให้เรายังคงแนะนำ ขาย

เรามองว่า BCP จะเป็นโรงกลั่นที่ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมน้อยที่สุด จากกำลังการกลั่นที่หายไปหลังบริษัทหยุดซ่อมหน่วยกลั่นที่ 3 จากเหตุเพลิงไหม้ ขณะที่เราเชื่อ กำลังการกลั่นของ BCP จะกลับมาเป็นปกติในช่วงต้นปี 2556 ทำให้ระยะสั้น BCP ยังขาดปัจจัย สนับสนุนการลงทุน ทำให้เรายังคงแนะนำ ขาย เช่นเดิม



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	9.64	5.62	17.27	6.51
P/BV	1.18	1.06	1.07	0.94
EV/EBITDA	11.25	5.90	13.19	6.49
Dividend yield (%)	4.59	7.21	2.40	6.11

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ

สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ 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
สาขาอโคก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโคก) 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: smutsakom@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 หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น

การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์





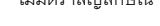
รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้ เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคคร่าวๆ นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือ นำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance

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

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน

ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th
วิชชุดา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th
เบญจพล สุทธิวนิช	benjapho_l@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th
ดิษรณพ วัฒนเวดิน	dithanop_v@kks.co.th

นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค

อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชากรกุล	Apisit_l@kks.co.th
ณาศิส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th

ส่วนสนับสนุนข้อมูล

สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th

RESEARCH CALL CENTER 02 680 2111