

Company Update

บมจ. บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP)

ภาพรวมน่าประทับใจจากการประชุม Investor Forum 2024

เราจึงขอบ BCP หลังจากเข้าร่วมการประชุม Investor Forum เมื่อวานนี้ เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของ BCP จะยังคงแข็งแกร่งในช่วง 2H24-2025 โดยได้รับการสนับสนุนจากทุกกลุ่มธุรกิจในปี 2025 คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย: 45.00 บาท

WHAT'S NEW

- การประชุม Investor Forum น่าประทับใจ เมื่อวานนี้ (2 ก.ย. 24) เราได้เข้าร่วมการประชุม Investor Forum 2024 ของ BCP ซึ่งบริษัทได้นำเสนอแผนกลยุทธ์สำหรับปี 2025-30 โดยพบว่าผู้จัดการกองทุน, ธนาคาร และนักวิเคราะห์เข้าร่วมงานเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้บริษัทยังคงยืนยันมุมมองเชิงบวกต่อ BCP หลังจากการประชุม โดยผู้บริหารของ BCP ตั้งเป้า EBITDA ไร่ที่ 1 แสนลบ. ภายในปี 2030 ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 4.2 หมื่นลบ. ในปี 2023 โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้
- แนวโน้มโรงกลั่นยังแข็งแกร่ง หลังจากการเข้าซื้อ Bangchak Sriracha (BSRC หรือเดิมคือ ESSO Thailand) เมื่อปีที่แล้ว ปัจจุบัน BCP กลายเป็นโรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยโดยมีกำลังการผลิตรวม 294kbd ในสองท่าเลยุทธศาสตร์ที่กรุงเทพฯ และชลบุรีภายใต้โมเดล Single Liner Programming (LP) ผู้บริหารของ BCP ตั้งเป้าที่จะเพิ่มการผลิตเป็น 280kbd จากค่าเฉลี่ย 266kbd ใน 1H24 โดยได้รับแรงหนุนจาก efficiency level ที่สูงขึ้นของโรงกลั่นพระโขนงหลังการปิดซ่อมบำรุงเป็นเวลา 27 วัน ใน 2Q24 นอกจากนี้ ฝ่ายบริหารได้ปรับเพิ่มเป้าหมาย Synergy ในปี 2024 เป็น 5 พันลบ. จาก 3 พันลบ. ในการประชุมครั้งล่าสุด โดยคาดการณ์ว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 5.5 พันลบ./ปี ในปี 2025 ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากแผนงานลดต้นทุนในส่วน of back-office, การประหยัดต่อขนาดในการขนส่งน้ำมันดิบและการประหยัดต้นทุนน้ำมันดิบจากสัญญาระยะยาว ในขณะที่เดียวกัน BCP เห็น GRM ที่แข็งแกร่งขึ้น โดยตั้งเป้าเพิ่มผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่มสูง เช่น น้ำมันดิบ (UCO) และเชื้อเพลิงการบินที่ยั่งยืน (SAF)
- SAF เป็นปัจจัยสนับสนุนหลักสำหรับการเติบโตในปี 2025 BCP กำลังก่อสร้างโรงงานเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) ขนาด 7kbd (ประมาณ 1.0 ล้านลิตร/วัน) ซึ่งขณะนี้แล้วเสร็จไป 55% โดยคาดว่าจะ COD วันที่ 1 เม.ย. 25 โครงการนี้เกิดขึ้นได้ด้วยบริษัทที่รวบรวมน้ำมันพืชใช้แล้ว (UCO) รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย คือ ธนโชคพืชน้ำมันพืช (ซึ่ง BCP ถือหุ้น 45%) และเราคาดว่าธุรกิจ SAF จะสร้างกำไรประมาณ 3.5 พันลบ. ในปี 2025 เมื่อพิจารณาจากรยะเวลา 270 วันทำการ นอกจากนี้เรายังคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจ SAF จะเพิ่มขึ้นเป็น 4.6 พันลบ. ในปี 2026 (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Net turnover	312,202	385,853	583,169	636,699	639,834
EBITDA	41,796	39,685	36,940	50,853	57,834
Operating profit	31,793	25,315	22,763	35,853	41,334
Net profit (rep./act.)	12,575	13,233	8,858	16,092	18,720
Net profit (adj.)	11,547	8,771	8,858	16,092	18,720
EPS (Bt)	8.5	6.4	6.4	11.7	13.6
PE (x)	4.4	5.9	5.8	3.2	2.8
P/B (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	4.6	4.9	5.2	3.8	3.3
Dividend yield (%)	6.0	5.3	5.3	5.9	6.1
Net margin (%)	4.0	3.4	1.5	2.5	2.9
Net debt/(cash) to equity (%)	56.3	126.8	139.0	118.4	73.6
Interest cover (x)	10.5	8.0	6.9	8.9	9.9
ROE (%)	21.6	19.6	11.7	18.6	18.4
Consensus net profit	-	-	8,611	9,908	11,105
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.03	1.62	1.69

Source: Bangchak Petroleum PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt37.50
Target Price	Bt45.00
Upside	+20.0%

COMPANY DESCRIPTION

Having secured 76.34% ownership of ESSO in October 2023, BCP now stands as Thailand's largest refinery with a comprehensive capacity of 294kbd. The distribution of its refined oil products takes place through petrol stations under the umbrella of its retail marketing segment. Additionally, BCP has ventured into the realm of alternative energy, focusing primarily on solar, wind, and biofuel investments.

STOCK DATA

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	BCP TB
Shares issued (m):	1,376.9
Market cap (Btm):	54,071.4
Market cap (US\$m):	1,593.7
3-mth avg daily t'over (US\$m):	11.9

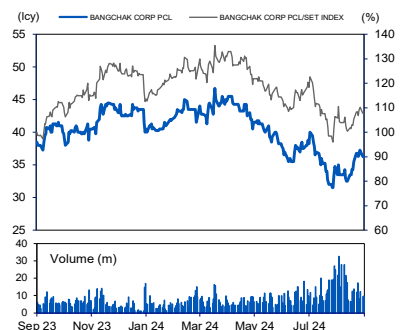
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt46.75/Bt31.50				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
18.3	(4.5)	(10.2)	(5.7)	(14.4)	

Major Shareholders

Thai NVDR	14.9
Social security office	14.2
FY24 NAV/Share (Bt)	57.76
FY24 Net Debt/Share (Bt)	80.30

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Arsit Pamarant
+662 659 8317
arsit@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่น่าเชื่อถือและเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูบีไอ เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใด ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหากซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใด ๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- **ค่าการตลาดสูงขึ้นจากผลิตภัณฑ์พรีเมียม** ผู้บริหารตั้งเป้าปรับแบรนด์พรีเมียมทั้งหมดของ ESSO เป็นพรีเมียม Bangchak ภายในสิ้นปี 2024 นอกจากนี้ ผู้บริหารยังมีแผนที่จะเพิ่มจำนวนปั้มน้ำมันเป็น 2,400 แห่ง ภายในปี 2030 (จากปัจจุบัน 2,241 แห่ง) พร้อมกันนี้ ยังมีแผนที่จะกระตุ้นยอดขายผลิตภัณฑ์พรีเมียม เช่น แก๊สโซฮอล์ออกเทน 97 (BCP เป็นบริษัทเดียวที่จำหน่ายแก๊สโซฮอล์ออกเทน 97 ให้กับตลาดในประเทศไทย และมีกำไรจากค่าการตลาดที่น่าประทับใจ) นอกจากนี้ ผู้บริหารยังตั้งเป้า EBITDA จากธุรกิจ non-oil เพิ่มขึ้นจาก 30% ในปัจจุบันภายในปี 2030
- **E&P จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อน EBITDA ที่สำคัญ** โดย 35% ของค่าใช้จ่ายในการลงทุน (capex) ระหว่างปี 2025-30 จะถูกจัดสรรให้กับธุรกิจ E&P ฝ่ายบริหารมีเป้าหมายที่จะเพิ่มกำลังการผลิตของธุรกิจนี้เป็น 100kbd ภายในปี 2030 จาก 36kbd ในปัจจุบัน เราคาดว่าจะมีการเข้าซื้อกิจการในธุรกิจนี้เพิ่มขึ้น

STOCK IMPACT

- **มุมมองเป็นบวกต่อการเติบโตใน 2H24-2025** หากไม่พบรวมการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น เรามองว่าการดำเนินงานของ BCP ใน 2H24 จะออกมาในเชิงบวก โดย Singapore GRM เพิ่มขึ้นเป็น US\$5.00/bbl ในช่วงต้นเดือน ส.ค. 24 นอกจากนี้ เราคาดว่าสัดส่วนรายได้ที่แข็งแกร่งจากการตลาดและช่วงไฮซีซั่นของธุรกิจพลังงานหมุนเวียนจะช่วยหนุนการดำเนินงานของ BCP ใน 2H24 เราคาดว่า BCP จะมีดอกเบี่ยจ่ายที่ลดลงหลังจากการไฟแนนซ์ของ BSRC ในเดือน ก.ค. 24 เราคาดว่า BCP จะกลับมาทำกำไรหลักใน 3Q-4Q24 สำหรับปี 2025 เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างน่าประทับใจจากการดำเนินงานเต็มรูปแบบของโรงกลั่นทั้งสองแห่ง (เนื่องจากไม่มีการปิดซ่อมบำรุง) และ GRM มีแนวโน้มสูงขึ้น เราคาดมีส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจาก ธุรกิจSAF, พลังงานหมุนเวียน และ E&P
- **ปันผลระหว่างกาลที่ 0.6 บาท/หุ้น แต่คาดว่าจะจ่ายสูงขึ้นใน 2H24** BCP ประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาลที่ 0.60 บาท/หุ้น ซึ่งหมายถึงจ่ายเงินปันผล 20% อย่างไรก็ตาม ฝ่ายบริหารประกาศในการประชุมว่าปันผลทั้งปีจะจ่ายอย่างน้อย 30% เราเชื่อว่า BCP จะจ่ายเงินปันผลที่น่าประทับใจสำหรับผลการดำเนินงานใน 2H24
- **เป็นโอกาสในการซื้อในช่วงที่อ่อนแอ** เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลง 23% ytd เป็นโอกาสในการซื้อ เราเชื่อว่ากำไรของ BCP จะยังคงแข็งแกร่งใน 2H24 หนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่แข็งแกร่ง

EARNINGS REVISION/RISK

- ไม่มีปรับประมาณการ

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 45.00 บาท** อิงวิธี SOTP ราคาเป้าหมายของเรา อิง 0.7x 2024F P/B ขณะนี้ BCP ซื้อขายที่ 5.5x 2024x PE เราแนะนำให้ผู้ลงทุนสะสม BCP สำหรับระยะยาว

SHARE PRICE CATALYST

- 2024: ได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการผนึกกำลังกับ BSRC

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG)

CG Report: 5

SET ESG Rating: AAA

Environmental

- BCP aims to achieve carbon neutrality by 2030 and net zero emission by 2050. To achieve this, BCP will improve overall production efficiency and utilise products that reduce emissions by 20% by 2024, and 30% by 2030.

Social

- Social development is part of BCP's business management. The corporate and employee culture is to engage in social development for sustainability.

Governance

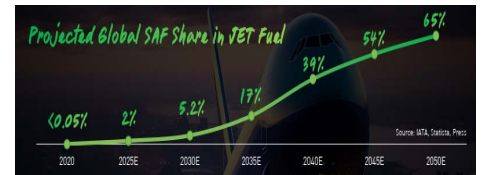
- BCP maintains annual "Excellent" CG scoring from Thai Institute of Directors Association (IOD).

SINGAPORE'S GRM



Source: UOB Kay Hian

SAF GLOBAL DEMAND



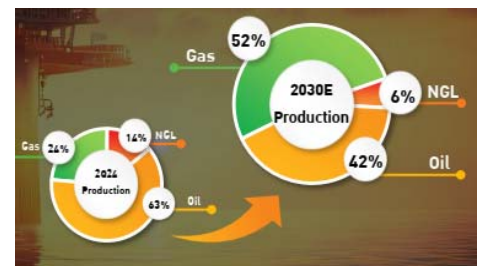
Source: BCPn

BCP PRODUCTION TARGET



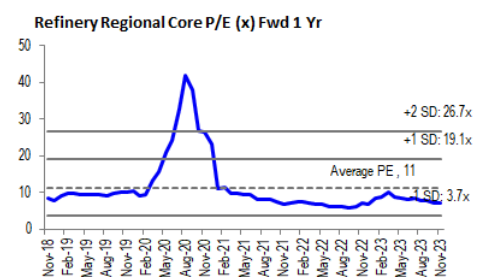
Source: BSRC, UOB Kay Hian

E&P PRODUCTION PORTFOLIO



Source: BSRC, UOB Kay Hian

PE BAND



Source: BSRC, UOB Kay Hian

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024F	2025F	2026F
Net turnover	385,853	583,169	636,699	639,834
EBITDA	39,685	36,940	50,853	57,834
Deprec. & amort.	14,370	14,177	15,000	16,500
EBIT	25,315	22,763	35,853	41,334
Total other non-operating income	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Associate contributions	340	620	620	420
Net interest income/(expense)	(4,980)	(5,352)	(5,692)	(5,850)
Pre-tax profit	20,675	18,031	30,781	35,904
Tax	(8,766)	(6,671)	(11,389)	(13,284)
Minorities	1,325	(2,501)	(3,300)	(3,900)
Net profit	13,233	8,858	16,092	18,720
Net profit (adj.)	8,771	8,858	16,092	18,720

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024F	2025F	2026F
Fixed assets	119,374	130,197	140,197	123,697
Other LT assets	99,174	103,350	111,670	117,352
Cash/ST investment	36,754	25,138	30,870	26,958
Other current assets	85,127	88,267	94,555	97,488
Total assets	340,429	346,952	377,292	365,495
ST debt	27,794	30,294	31,294	32,794
Other current liabilities	60,085	63,420	71,240	73,124
LT debt	100,414	105,414	110,414	75,414
Other LT liabilities	52,104	39,300	41,724	44,820
Shareholders' equity	72,112	79,525	93,620	110,343
Minority interest	27,920	29,000	29,000	29,000
Total liabilities & equity	340,429	346,952	377,292	365,495

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024F	2025F	2026F
Operating	35,824	11,608	29,936	34,720
Pre-tax profit	20,675	18,031	30,781	35,904
Tax	(8,766)	(6,671)	(11,389)	(13,284)
Deprec. & amort.	14,370	14,177	15,000	16,500
Associates	1,325	(2,501)	(3,300)	(3,900)
Working capital changes	(2,599)	1,387	20	(2,346)
Other operating cashflows	10,819	(12,815)	(1,176)	1,846
Investing	(88,145)	(29,277)	(28,208)	(3,135)
Capex (growth)	(60,725)	(25,000)	(25,000)	0
Others	(27,420)	(4,277)	(3,208)	(3,135)
Financing	43,143	6,054	4,003	(35,497)
Dividend payments	(2,318)	(1,997)	(1,997)	(1,997)
Issue of shares	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Proceeds from borrowings	47,036	7,499	6,000	(33,500)
Others/interest paid	(1,574)	551	0	0
Net cash inflow (outflow)	(9,178)	(11,615)	5,731	(3,912)
Beginning cash & cash equivalent	45,932	36,754	25,138	30,870
Ending cash & cash equivalent	36,754	25,138	30,870	26,958

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Profitability				
EBITDA margin	10.3	6.3	8.0	9.0
Pre-tax margin	5.4	3.1	4.8	5.6
Net margin	3.4	1.5	2.5	2.9
ROA	4.5	2.6	4.4	5.0
ROE	19.6	11.7	18.6	18.4
Growth				
Turnover	23.6	51.1	9.2	0.5
EBITDA	(5.1)	(6.9)	37.7	13.7
Pre-tax profit	(26.2)	(12.8)	70.7	16.6
Net profit	5.2	(33.1)	81.7	16.3
Net profit (adj.)	(24.0)	1.0	81.7	16.3
EPS	(25.1)	1.0	81.7	16.3
Leverage				
Debt to total capital	56.2	55.6	53.6	43.7
Debt to equity	177.8	170.6	151.4	98.1
Net debt/(cash) to equity	126.8	139.0	118.4	73.6
Interest cover (x)	8.0	6.9	8.9	9.9

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน