

บมจ. บางจากปิโตรเลียม (BCP)

ผลประกอบการปี 58 ต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อยแต่ภาพรวมยังสดใส

BCP ประกาศกำไรสุทธิปี 58 ต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อย แต่แนวโน้มในปี 59 ยังสดใสแม้มีการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นตามกำหนด นอกจากนี้ valuation ยังถูกโดยซื้อขายด้วย 2016F PE ที่เพียงแค่ว่า 7.2 เท่าและมี yield ในระดับสูงที่ 6.2% คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 40.50 บาท

2015 Results

Year to 31 Dec (Btm)	2015	2014	% chg	Remarks
Turnover	151,140	183,016	(17)	In line with our expectation
core EBITDA	15,950	10,616	50	In line with our expectation
Inventory gain/(loss)	(4,354)	(5,454)	(20)	Slightly higher than expectation
Depre.	(4,708)	(3,294)	43	
Int	(1,615)	(1,427)	13	
Tax	(673)	463	(245)	
Extra-impairment	(70)	(1,162)	(94)	Lower than our expectation
Net Profit	4,151	712	483	6% below our expectation
Core profit	7,637	4,482	70	
EPS	3.01	0.52	483	

Source: Bangchak Petroleum PCL, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- **ผลประกอบการในปี 58 ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ 6%** กำไรสุทธิพุ่งขึ้น 483% yoy อยู่ที่ 4,151 ล้านบาทในปี 58 แต่ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 6% ที่ประมาณ 4,400 ล้านบาทจาก inventory loss และค่าใช้จ่ายด้านการตลาดที่สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในไตรมาส 4/58 ทั้งนี้ หากไม่รวม inventory loss และ impairment กำไรปกติจะอยู่ที่ 7,637 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 70% yoy
- **Margin และ crude run อยู่ในระดับสูง** Crude run เฉลี่ยของ BCP ในปี 58 ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 113KBD (utilization rate อยู่ที่ 94%) ขณะที่ market GRM เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 9.10 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล จากความต้องการในประเทศที่สูงขึ้นและต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง BCP รายงาน inventory loss ที่ 3.1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล หรือ 4,354 ล้านบาทในปี 58 (ปี 57 รายงาน inventory loss ที่ 5.3 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล หรือ 5,454 ล้านบาท)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	183,016	151,140	168,600	219,407	249,695
EBITDA	3,377	10,987	12,569	13,760	13,718
Operating profit	82	6,279	8,319	9,410	8,998
Net profit (rep./act.)	712	4,151	5,571	6,466	6,053
Net profit (adj.)	4,482	7,637	5,571	6,466	6,053
EPS (Bt)	3.3	5.5	4.0	4.7	4.4
PE (x)	9.0	5.3	7.2	6.2	6.7
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	20.0	6.1	5.4	4.9	4.9
Dividend yield (%)	3.4	5.8	6.2	6.2	n.a.
Net margin (%)	0.4	2.7	3.3	2.9	2.4
Net debt/(cash) to equity (%)	66.8	72.7	68.4	46.9	45.1
Interest cover (x)	2.4	6.8	8.1	8.3	8.0
ROE (%)	2.1	12.1	15.0	15.7	13.3
Consensus net profit	-	-	6,072	5,803	6,008
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.92	1.11	1.01

Source: Bangchak Petroleum PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นสิ่งที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	30.25 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	40.50 บาท
Upside	+33.9%

รายละเอียดบริษัท

โรงกลั่น

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	BCP TB
Shares issued (m):	1,376.9
Market cap (Btm):	40,275.0
Market cap (US\$m):	1,132.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	3.0

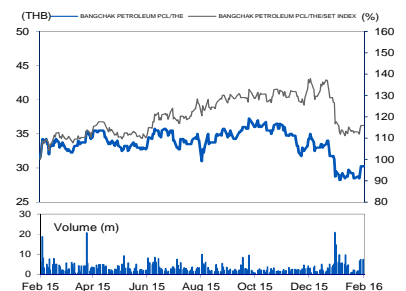
Price Performance (%)

	1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
52-week high/low					Bt37.25/Bt28.25
	7.9	18.2	14.6	11.4	11.4

Major Shareholders

PTT	27.2
Ministry of Finance	10.0
FY16 NAV/Share (Bt)	28.36
FY16 Net Debt/Share (Bt)	19.40

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

อาติส ภมรานนท์

02-659-8317

arsit@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/58** BCP รายงานผลขาดทุนที่ 112 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 (เทียบกับประมาณการของเราที่ 165 ล้านบาท) เทียบกับผลขาดทุนที่ 2,502 ล้านบาทในไตรมาส 4/57 และกำไรสุทธิที่ 432 ล้านบาทในไตรมาส 3/58 ด้วยสาเหตุหลักจาก inventory loss และค่าใช้จ่ายด้านการตลาดที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ หากไม่รวม inventory loss และ impairment ในส่วนของกำไรกิตติจะอยู่ที่ 1,600 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับที่เราและตลาดคาด ทั้งนี้ BCP มี impairment สำหรับธุรกิจ E&P (Nido) ที่เพียงแค่ 70 ล้านบาทซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดที่ 100-150 ล้านบาท
- **ธุรกิจการตลาดจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในปี 59** เราได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์กับ BCP เมื่อวันที่ 19 ก.พ. ที่ผ่านมาโดยผู้บริหารตั้งเป้า EBITDA ในปี 59 ไว้ที่ 12,500 ล้านบาท จากการเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นและรายได้ที่สูงขึ้นจากธุรกิจปิโตรเคมี นอกจากนี้ ผู้บริหารคาดว่าจะยอดขายจากปิโตรเคมีจะเพิ่มขึ้นจาก 450 ล้านบาท/วัน มาอยู่ที่ 480 ล้านบาท/วัน และคาด marketing margin จะยังแข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 0.7-0.75 บาท/ลิตร จากความต้องการในประเทศที่อยู่ในระดับสูง
- **แผนการลงทุน** บริษัทฯ ตั้งเป้า capex ในปี 59 เพิ่มขึ้น 2 เท่าอยู่ที่ 20,000 ล้านบาทโดยจะมุ่งเน้นไปยังโครงการ green power (30% ของ capex รวม) และการขยายปิโตรเคมี (25% ของ capex รวม) เพื่อรองรับความต้องการใช้น้ำมันเบนซินในประเทศที่เติบโตขึ้นแข็งแกร่ง นอกจากนี้ BCP ตั้งเป้าอัปเดตกำลังการผลิตขึ้นเป็น 140KBD พร้อมเพิ่ม product yield ขึ้นในปี 61
- **ความคืบหน้าของโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่น** BCP จะจ่ายเงิน 2,900 ล้านบาทเพื่อซื้อกิจการ SunEdison Japan ที่มีกำลังการผลิตรวมที่ 1.98MW ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของเป้าหมายที่จะขยายกำลังการผลิตไฟฟ้า ทั้งนี้ SunEdison Group ดำเนินการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่นด้วยกำลังการผลิตรวมที่ 1.98MW ซึ่งเริ่มผลิต COD ไปแล้วที่ 1.3MW และคาดว่าจะผลิตไฟฟ้าได้ 40MW ในช่วงสิ้นปี 59 และเพิ่มขึ้นเป็น 70MW ในปี 61 BCP มีแผนที่จะใช้กระแสเงินสดภายในเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการซื้อกิจการในครั้งนี้โดยจะจ่ายเงินก้อนแรกที่ 1,245 ล้านบาทและจะจ่ายส่วนที่เหลือเมื่อโครงการก่อสร้างแล้วเสร็จ ผู้บริหารคาดว่า IRR ของโครงการนี้จะอยู่ที่ประมาณ 5-8% อิงจาก profit/MW ที่ประมาณ 3.0 ล้านบาท
- **เตรียมนำ BCPG เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์** BCP ยังเตรียมที่จะนำ BCPG เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในปี 59 เพื่อขยายกิจการในอนาคต เราคาดว่าจะการเปิดขาย IPO ของหุ้น BCPG จะเป็นอีกปัจจัยหนุนของหุ้น BCP ในปีนี้

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 เดิมไว้ที่ 5,571 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34% yoy

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 40.50 บาท** อิงด้วย 2016F PE ที่ 10 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับ PE เฉลี่ยในรอบ 5 ปีแต่มากกว่าของคู่แข่งรายอื่นในระดับภูมิภาคและค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงกลั่นไทยและเพื่อสะท้อนรายได้ที่ทรงตัวจากโครงการพลังงานทดแทน (ประมาณ 30% ของ EBITDA) ราคาหุ้น BCP ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่เพียงแค่ 7.2 เท่าหรือมี upside สูงที่ 38% ต่อราคาเป้าหมายของเรา
- BCP ประกาศจ่ายเงินปันผลที่ 1.0 บาท/หุ้น (ขึ้น XD วันที่ 2 มี.ค.59) หรือมี yield ในระดับสูงที่ 3.4% ในรอบ 2H58

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- วันที่ 2 มี.ค.59: ขึ้น XD
- ช่วง 1H59: ประกาศการลงทุนใหม่
- ไตรมาส 3/59: เปิดขาย IPO ของหุ้น BCPG

OPERATING STATISTICS

(US\$/bbl)	2015	2014
GIM	9.05	6.96
Heading	(0.33)	0.48
Inventory gain/(loss)	(3.07)	(5.3)
Accounting GRM	5.65	2.15
Crude run (kbd)	113	86

Source: BCP

EBITDA BREAKDOWN

(Btm)	2015	2014
Refinery	5,097	285
Marketing	2,497	2,263
Solar	3,005	2,572
Bio fuel	355	303
E&P	472	2

Source: BCP

OPERATING STATISTICS

(US\$/bbl)	4Q15	4Q14	3Q15
GRM	7.98	8.5	7.9
Hedging	(0.9)	0.5	(0.1)
Inventory gain/(loss)	(4.3)	(14.2)	(3.7)

Source: BCP

CRUDE RUN

	4Q15	4Q14	3Q15
Crude run (kbd)	114	102	117

Source: BCP

4Q15 RESULTS

(Btm)	4Q15	4Q14	3Q15
Turnover	35,316	45,749	35,203
core EBITDA	3,545	3,144	3,599
Inventory gain/(loss)	(1,631)	(4,400)	(1,415)
Depre.	(1,219)	(1,128)	(1,205)
Int	(412)	(403)	(391)
Tax	17	914	(6)
Extra-impairment	(70)	(1,162)	(5)
Net Profit	(112)	(2,502)	432
EPS	(0.08)	(1.82)	0.31

Source: BCP