

บมจ. บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP)

3Q20: รายงานผลขาดทุนอีกครั้ง

BCP รายงานผลขาดทุนสุทธิที่ 647 ลบ. ใน 3Q20 ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดว่าจะมีกำไร 632 ลบ. จากผลขาดทุนจากการด้อยค่าสินทรัพย์ของธุรกิจ E&P จำนวน 1 พันลบ. หากไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติออกมาอยู่ที่ 290 ลบ. ซึ่งเป็นไปตามคาด แม้อำนาจซื้อของ BCP จะทำการซื้อขาย ณ ระดับราคาที่ยกขึ้นจาก P/B 2021F ที่ 0.7 เท่า แต่เราคาดว่ากำไรปกติของกำไรปกติของ BCP ในปี 2021 จะอ่อนแอกว่าหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกันจากการปิดซ่อมบำรุงตามแผน คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 19.50 บาท ราคาซื้อที่ 16.50 บาท

3Q20 RESULTS

	3Q20	3Q19 (Btm)	2Q20	yoy %Chg	qoq %Chg	9M20 (Btm)	9M19 (Btm)	yoy %Chg
Turnover	33,652	46,481	26,594	(28)	27	103,317	140,343	(26.4)
core EBITDA	2,436	3,298	2,925	(26)	(17)	5,511	7,561	(27.1)
Inventory gain/(loss)	269	(1,163)	(1,794)	(123)	(115)	(4,870)	(1,279)	280.8
Extra	(1,003)	-	(978)	N/A	N/A	(3,347)	0	N/A
Net Profit	(647)	370	(1,911)	(275)	(66)	(7,219)	1,112	N/A
EPS	(0.48)	0.27	(1.41)	(275)	(66)	(5.32)	0.82	N/A
Core profit	290	1,527	446	(81)	(35)	786	2,449	(67.9)

Source: Bangchak Petroleum PCL, UOB Kay Hian

RESULTS

- **ขาดทุนสุทธิอีกครั้ง** BCP รายงานผลขาดทุนสุทธิใน 3Q20 ที่ 647 ลบ. (3Q19: กำไร 370 ลบ., 2Q20: ขาดทุน 1,900 ลบ.) ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดว่าจะมีกำไร 632 ลบ. โดยเป็นผลมาจากผลขาดทุนจากการด้อยค่าสินทรัพย์ของธุรกิจ E&P จำนวน 1 พันลบ. หากไม่รวมกำไรจาก Inventory จำนวน 269 ลบ. และการด้อยค่าสินทรัพย์ BCP จะรายงานกำไรปกติที่ 290 ลบ. ใน 3Q20 (-81% yoy และ -35% qoq) ใกล้เคียงกับที่เราคาดไว้ กำไรปกติในช่วง 9M20 ออกมาอยู่ที่ 786 ลบ. ลดลง 68% yoy
- **ค่าการกลั่นลดลง** เช่นเดียวกับโรงกลั่นอื่นๆ ค่าการกลั่น (GRM) ของ BCP ลดลงมาจากอยู่ที่ US\$2.3/bbl (3Q19: US\$7.7/bbl; 2Q20: US\$3.9/bbl) โดยถูกกดดันจากค่า crude premium ที่สูงขึ้น ในส่วนของ utilization rate ของ BCP เพิ่มขึ้นเป็น 79% (90kbd) จาก 74% (89kbd) ใน 2Q20 ซึ่งสะท้อนจากความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์กลั่นในประเทศที่สูงขึ้นหลังคลาย lockdown
- **กลุ่มธุรกิจพลังงานทดแทน (Renewable) ยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใน 3Q20** ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจพลังงานทดแทน (BCPG) เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 60% yoy และ 32% qoq เป็น 1,100 ลบ. เนื่องจากเป็นช่วง High season ของโรงงานผลิตไฟฟ้าพลังงานน้ำในลาว นอกจากนี้ ส่วนแบ่งกำไรจากกลุ่มธุรกิจผลิตภัณฑ์ชีวภาพ (biofuel) ยังคงแข็งแกร่ง โดยเพิ่มขึ้น 32% yoy และ 15% qoq จากความต้องการใช้ไบโอดีเซลที่เพิ่มมากขึ้น (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	192,025	190,489	229,906	236,580	247,076
EBITDA	9,921	8,885	4,566	11,511	14,219
Operating profit	5,019	3,853	(884)	6,061	8,768
Net profit (rep./act.)	2,463	1,732	(6,649)	2,436	4,499
Net profit (adj.)	4,371	3,072	1,348	2,436	4,499
EPS (Bt)	3.2	2.3	1.0	1.8	3.3
PE (x)	5.3	7.5	17.0	9.4	5.1
P/B (x)	0.5	0.4	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	6.5	7.3	14.1	5.6	4.5
Dividend yield (%)	8.0	6.2	0.0	5.6	6.5
Net margin (%)	1.3	0.9	(2.9)	1.0	1.8
Net debt/(cash) to equity (%)	91.1	79.0	118.1	117.7	102.6
Interest cover (x)	6.4	5.2	2.8	6.9	8.9
ROE (%)	5.6	3.7	n.a.	7.0	12.4
Consensus net profit	-	-	(2,645)	2,484	3,793
UOBKH/Consensus (x)	-	-	n.m.	0.98	1.19

Source: Bangchak Petroleum PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian
n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

HOLD

(Maintained)

Share Price	Bt17.20
Target Price	Bt19.50
Upside	+13.4%

COMPANY DESCRIPTION

BCP is one of the refiners in Thailand. It operate a small site of complex refinery locate in Bangkok with capacity of 120,000 bbl/day, represent 10% of Thailand's refining capacity. BCP distributes products to clients through its service stations nationwide under trademark "Bangchak". It also offers products to industrial sectors, as well as exports to overseas markets.

STOCK DATA

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	BCP TB
Shares issued (m):	1,357.7
Market cap (Btm):	22,944.9
Market cap (US\$m):	753.9
3-mth avg daily t'over (US\$m):	1.1

Price Performance (%)

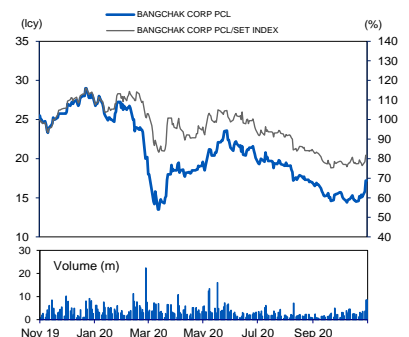
52-week high/low	Bt29.00/Bt13.50
1mth	9.0
3mth	(12.0)
6mth	(11.1)
1yr	(34.4)
YTD	(39.6)

Major Shareholders

PTT	27.2
Ministry of Finance	10.0
-	-

FY20 NAV/Share (Bt)	25.35
FY20 Net Debt/Share (Bt)	29.94

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Arsit Pamaranont

+662 659 8317

arsit@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่านี่ไม่ใช่ข้อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคีย ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Results

Wednesday, 11 November 2020

STOCK IMPACT

- **คาดผลประกอบการปรับตัวดีขึ้นใน 4Q20** เช่นเดียวกับโรงกลั่นอื่นๆ เราคาดว่าค่าการกลั่น (GRM) ของ BCP จะดีขึ้นใน 4Q20 จากผลของฐานที่ต่ำ และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นจากความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์กลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นหลังคลาย lockdown นอกจากนี้ Aramco ประกาศราคาขายน้ำมันอย่างเป็นทางการ (OSP) เฉลี่ย สำหรับน้ำมันดิบประเภท Arab light ลดลง US\$0.45/bbl ใน 4Q20 เราคาดว่าค่าการตลาด (marketing margins) ใน 4Q20 จะดีขึ้นจากความต้องการตามฤดูกาล ขณะที่ EBITDA contribution ของธุรกิจพลังงานทดแทน (Renewable) ใน 4Q20 จะยังคงมีนัยสำคัญจากปัจจัยตามฤดูกาลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ solar farm ในประเทศไทย
- **ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับแนวโน้มผลประกอบการในปี 2021** ในอนาคต เราคาดว่า BCP จะรายงานกำไรปกติเล็กน้อยที่ 2,400 ลบ.ในปี 2021 (ได้รับผลกระทบจากปิดซ่อมบำรุงเป็นระยะเวลา 39 วันตั้งแต่ 3Q20 ไปจนถึง 1Q21) ซึ่งต่ำกว่าหุ้นอื่นๆในกลุ่มเดียวกัน แม้ความกังวลเกี่ยวกับการระบาดของไวรัส COVID-19 จะน้อยลงก็ตาม
- **อาจไม่จ่ายเงินปันผล** จากผลขาดทุนสุทธิที่ 7,200 ลบ.ในช่วง 9M20 เราคาดว่า BCP จะไม่ประกาศจ่ายเงินปันผลปี 2020

EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับลดการคาดการณ์ผลขาดทุนสุทธิปี 2020 ของเราลงเป็นขาดทุนที่ 6,600 ลบ.(จาก 2,700 ลบ.) หลังจากปรับตัวลดต่อมูลค่าสินทรัพย์ในช่วง 9M20

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 19.50 บาท** ถึง P/B 2021F ที่ 0.7 เท่า หรือ -2.0SD เป็นค่าเฉลี่ย P/B ย้อนหลัง 5 ปี ราคาเข้าซื้อที่ 16.50 บาท

SHARE PRICE CATALYST

- 4Q20: ช่วง High season ของธุรกิจพลังงานทดแทน (Renewable)

REFINERY PERFORMANCE – 3Q20

US\$/bbl	3Q20	3Q19	2Q20
GRM	2.3	7.7	3.9
Hedging	0.22	0.02	-
Inventory gain/(loss)	0.97	(3.70)	(7.15)
Total GRM	3.52	4.00	(3.22)

Source: BCP

CRUDE RUN

	3Q20	3Q19	2Q20
Run rate	79%	92%	74%

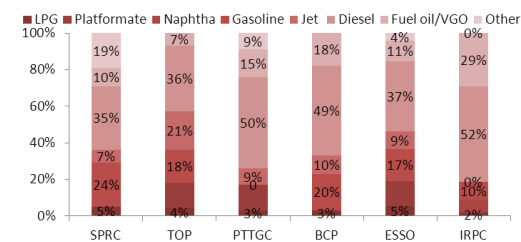
Source: BCP

OPERATING STATISTICS -3Q20

EBITDA	3Q20	3Q19	1Q20	yoy	qoq
Refinery (ex inventory)	276	1,788	1,081	(85)	(74)
Retail (ex inventory)	763	680	653	12	17
Renewable	1,138	710	863	60	32
Bio fuel	390	296	339	32	15
E&P (ex impairment)	(58)	(101)	60	(43)	(197)
Others	(73)	(75)	(71)	(3)	3
Total	2,436	3,298	2,925	(26)	(17)

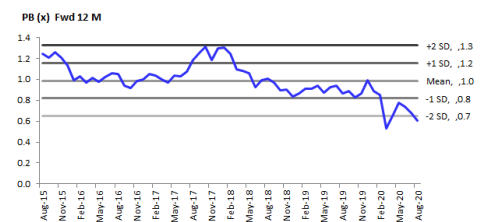
Source: BCP

BCP PRODUCTION YIELD



Source: UOB Kay Hian

BCP: 5-YEAR FORWARD P/B



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian