

Bangchak Petroleum

(BCP.BK/BCP TB)*

Outperform Maintained

Price as of 26 Oct 2016	31.00
12M target price (Bt/shr)	37.00
Unchanged / Revised up (down) (%)	N.A.
Upside/downside (%)	19.4

Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCP ใน 3Q16 จะอยู่ที่ 1.2 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 177% YoY แต่ลดลง 51% QoQ ซึ่งกำไรที่ลดลง QoQ น่าจะมีสาเหตุสำคัญมาจากการที่บริษัทมีผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน 201 ล้านบาท จากที่มีกำไรจากสต็อกน้ำมัน 905 ล้านบาทใน 2Q16 เราเชื่อว่ากำไรที่ลดลงใน 3Q16 จะกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น แต่เรายังคงแนะนำให้ซื้อ BCP และคงราคาเป้าหมายเอาไว้ที่ 37.00 บาทซึ่งคำนวณโดยวิธี SoTP ทั้งนี้ เราคิดว่าตลาดยังให้ discount กับธุรกิจ solar farm ในราคาหุ้น BCP อยู่ ซึ่งไม่ได้สะท้อนราคาหุ้น BCPG ดังนั้นเราเชื่อว่าราคาหุ้น BCP มีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นได้เพื่อสะท้อนราคาหุ้น BCPG ในปัจจุบัน

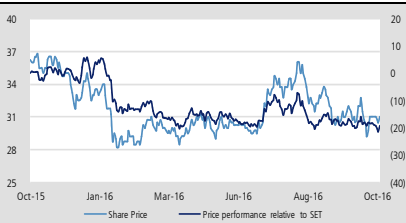
Trading data

Mkt cap (Bt bn/US\$ mn)	42.7/1,220	
Outstanding shares (mn)	1,377	
Foreign ownership (mn)	247	
3M avg. daily trading (mn)	7.7	
52-week trading range (Bt)	28.25-36.75	
Performance (%)	3M	6M 12M
Absolute	(10.1)	0.0 (13.9)
Relative	(8.2)	(5.8) (17.8)

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2014	1.13	0.91	0.27	-1.82
2015	0.75	2.03	0.31	-0.08
2016	0.03	1.76	N.A.	N.A.

Share price chart



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon
66.2658.8888 Ext. 8847
kaweewitt@kgi.co.th

ประมาณการ 3Q16: งวดนี้ไม่มีกำไรก้อนใหญ่จากสต็อกน้ำมัน

Event

หลังการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCP ใน 3Q16 จะอยู่ที่ 1.2 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 177% YoY แต่ลดลง 51% QoQ ซึ่งกำไรที่ลดลง QoQ น่าจะมีสาเหตุสำคัญมาจากการที่บริษัทมีผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน 201 ล้านบาท จากที่มีกำไรจากสต็อกน้ำมัน 905 ล้านบาทใน 2Q16

Impact

คาดว่ากำไรสุทธิใน 3Q16F จะลดลง 51% QoQ

เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจโรงกลั่นจะลดลง QoQ เนื่องจาก GRM ลดลง 20% QoQ เหลือ US\$5.0/bbl จากการที่ spread น้ำมันเบนซินลดลง แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยน้ำมันดิบจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ เป็น 115KBD จาก 112KBD ใน 2Q16 นอกจากนี้ เราคาดว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน 201 ล้านบาท ซึ่งจะเป็นตัวกดดันกำไรจากธุรกิจโรงกลั่นในไตรมาสนี้ บริษัทยังบอกว่ากำไรของธุรกิจการตลาดน้ำมันก็จะลดลง QoQ เนื่องจาก marketing margin ลดลงเหลือ 0.80 บาท/ลิตร จาก 0.87 บาท/ลิตร ใน 2Q16 และปริมาณยอดขายที่ลดลง 5% QoQ เหลือ 1,383 ล้านลิตร จากปัจจัยด้านฤดูกาล แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจ solar farm จะเพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากมีโครงการ solar farm #5 ที่ญี่ปุ่น (กำลังการผลิตรับอนุญาต 9MW) ภายใต้ระบบ FiT ที่ ๙40/หน่วย เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเดือนกรกฎาคม 2016

กำไรใน 4Q16F น่าจะฟื้นตัว QoQ แม้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นใน BCPG จะลดลง

เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจโรงกลั่นจะเพิ่มขึ้นใน 4Q16 จาก spread น้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้น QoQ ตามอุปสงค์ที่แข็งแกร่งในช่วงฤดูหนาว นอกจากนี้ บริษัทยังอาจจะมีกำไรจากสต็อกน้ำมันใน 4Q16 อีกด้วยถ้าหากราคาน้ำมันดิบไปยังยืนอยู่ในระดับปัจจุบันที่ US\$48/bbl จากเฉลี่ย US\$44/bbl ในเดือนกันยายน 2016 แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจ solar จะลดลง QoQ เนื่องจากบริษัทนำ BCPG Pcl. (BCPG.BK/BCPG TB) ซึ่งเป็นบริษัทลูกเข้าจดทะเบียนใน SET ตั้งแต่เดือน 28 กันยายน 2016 ซึ่งทำให้สัดส่วนการถือหุ้นใน BCPG ลดลงจาก 100% เหลือ 70% ทั้งนี้ BCPG มีโครงการ solar farm ที่ดำเนินการผลิตแล้ว 8 โครงการ (กำลังการผลิตรวม 138MW) และมีแผนที่จะเริ่มเปิดโครงการ solar สหกรณ์ (12MW) ในเดือนธันวาคม 2016

Valuation and action

เราเชื่อว่ากำไรที่ลดลงใน 3Q16 จะกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น แต่เรายังคงแนะนำให้ซื้อ BCP และคงราคาเป้าหมายเอาไว้ที่ 37.00 บาทซึ่งคำนวณโดยวิธี SoTP - i) ให้มูลค่าธุรกิจโรงกลั่น และค่าปลิกน้ำมันที่ 24.20 บาท อิงจาก EV/EBITDA ที่ 6.5x และ ii) ให้มูลค่าธุรกิจ solar farm ที่ 12.70 บาท คำนวณโดยวิธี DCF ทั้งนี้ เราคิดว่าตลาดยังให้ discount กับธุรกิจ solar farm ในราคาหุ้นของ BCP อยู่ ในขณะที่ตลาดได้ให้ premium กับราคาหุ้น BCPG (ซึ่งเป็นบริษัทลูกที่ดูแลธุรกิจ solar-farm) แล้ว

Risks

การก่อสร้างโครงการ solar farms ค่าเข้าและราคาน้ำมัน/ GRM ผันผวน

Key financials and valuations

	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Revenue (Bt mn)	183,016	151,140	146,373	171,519	185,465
Gross profit (Bt mn)	4,543	11,454	12,408	13,432	14,606
EBIT (Bt mn)	63	6,279	7,247	7,991	8,844
Net profit (Bt mn)	696	4,151	5,098	5,106	5,539
EPS (Bt)	0.51	3.01	3.70	3.71	4.02
DPS (Bt)	1.00	2.00	2.04	1.85	2.01
EPS growth (%)	(85.0)	496.4	22.8	0.2	8.5
P/E (x)	61.3	10.3	8.4	8.4	7.7
P/B (x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	19.0	5.8	5.5	6.0	5.4
Net Debt to Equity (x)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7
Dividend Yield (%)	3.2	6.5	6.6	6.0	6.5
Return on Avg. Equity (%)	2.0	11.9	13.0	11.6	11.8

Source: Company data, KGI Research

Figure 1: Expect 3Q16F earnings of Bt1.2bn, up 177% YoY but down 51% QoQ

Bt mn	3Q16F	3Q15	YoY (%)	2Q16	QoQ (%)
Revenue	37,787	35,203	7.3	37,262	1.4
Cost of Goods Sold	(34,997)	(33,118)	5.7	(32,986)	6.1
Gross Profit	2,790	2,085	33.8	4,276	(34.7)
Operating Expenses	(1,290)	(1,133)	13.9	(1,433)	(10.0)
Other incomes	-	-	N.A.	-	N.A.
Operating Profit	1,501	952	57.6	2,843	(47.2)
Depreciation of fixed assets	1,146	1,205	(4.9)	1,135	1.0
Operating EBITDA	2,647	2,157	22.7	3,978	(33.5)
Non-Operating Income	149	201	(25.9)	111	33.7
Non-Operating Expenses	(336)	(396)	(15.0)	(327)	2.9
Net Investment Income/(Loss)	3	(2)	N.A.	(6)	N.A.
Pre-tax Profit	1,317	755	74.3	2,621	(49.8)
Current taxation	(227)	(6)	3,952.2	(459)	(50.7)
Minorities	(5)	(9)	(42.7)	(3)	99.6
Extraordinary items	100	(327)	N.A.	252	(60.4)
Net Profit	1,195	432	176.7	2,417	(50.6)
EPS (Bt)	0.87	0.31	176.7	1.76	(50.6)
Percent	3Q16F	3Q15	YoY (ppts)	2Q16	QoQ (ppts)
Gross profit margin	7.4	5.9	1.5	11.5	-4.1
EBITDA margin	7.0	6.1	0.9	10.7	-3.7
Net margin	3.2	1.2	1.9	6.5	-3.3

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 2: Key assumptions for 3Q16F earnings

Unit	3Q16F	3Q15	YoY (%)	2Q16	QoQ (%)
Refinery					
Dubai Crude (US\$/bbl)	43	50	(12.8)	43	0.9
Base GRM (US\$/bbl)	5.1	7.9	(35.8)	6.3	(19.1)
Stock Gain/Loss (Bt mn)	(201)	(1,415)	(85.8)	905	N.A.
Crude Run (KBD)	115	117	(1.5)	112	3.0
Solar farm					
Electricity production (mn units)	69.3	63.9	8.5	68.5	1.2
Domestic electricity rate (Bt/unit)	11.0	11.4	(3.6)	11.1	(0.8)
Oil marketing					
Marketing margin (Bt/liter)	0.80	0.70	14.3	0.87	(8.0)
Sales volume (mn liters)	1,383	1,272	8.7	1,450	(4.6)

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 3: Four solar farms in Thailand with total capacity of 130MW – 118MW operational and 12MW under construction

No.	Solar farm	Contract	BCP's equity	BCP's portions	Location	COD	Revenue	Status
1	Thai #1	38 MW	70%	27 MW	Bang Pa-In, Ayutthaya	3Q12	Adder of Bt 8.0	Operation
2	Thai #2	32 MW	70%	22 MW	Ayutthaya and Chaiyaphum	2Q13	Adder of Bt 8.0	Operation
3	Thai #3	48 MW	70%	34 MW	Prachinburi and the Northeast	2Q14	Adder of Bt 8.0	Operation
4	Solar Co-ops	12 MW	70%	8 MW	N/A	Dec 2016	FiT of Bt 5.66	Construction
Total local		130 MW		91 MW				

Source: Company data, KGI Research

Figure 4: Sixteen solar farms in Japan with total capacity of 195MW – 20MW operational, 14.5MW under construction, 119MW grid-connection approvals, and 42MW awaiting grid-connection licenses from local authorities

No.	Solar farm	Contract	BCP's equity	BCP's portions	Location	COD	Revenue	Status
1	Japan #1	0.7 MW	70%	0.5 MW	Kagoshima, Japan	Aug 2014	FiT of Yen 40	Operation
2	Japan #2	1.0 MW	70%	0.7 MW	Kumamoto, Japan	Feb 2015	FiT of Yen 40	Operation
3	Japan #3	0.9 MW	70%	0.6 MW	Miyazaki, Japan	Feb 2015	FiT of Yen 40	Operation
4	Japan #4	8.1 MW	70%	5.7 MW	Kagoshima, Japan	Aug 2015	FiT of Yen 40	Operation
5	Japan #5	9.0 MW	70%	6.3 MW	Akita, Japan	Jul 2016	FiT of Yen 40	Operation
6	Japan #6	10.5 MW	70%	7.4 MW	Okayama, Japan	1Q17	FiT of Yen 36	Construction
7	Japan #7	20 MW	70%	14 MW	Fukushima, Japan	4Q17	FiT of Yen 36	Signed grid license
8	Japan #8	44 MW	70%	30.5 MW	Shimane, Japan	2Q18	FiT of Yen 36	Signed grid license
9	Japan #9	4.0 MW	70%	2.8 MW	Shizuoka, Japan	1Q17	FiT of Yen 32	Construction
10	Japan #10	25 MW	70%	17.5 MW	Nakano, Japan	3Q18	FiT of Yen 36	Signed grid license
11	Japan #15	20 MW	70%	14 MW	Shiba, Japan	3Q17	FiT of Yen 36	Signed grid license
12	Japan #16	10 MW	70%	7 MW	Shiba, Japan	3Q17	FiT of Yen 32	Signed grid license
Total		153 MW		107 MW				

11	Japan #11	24 MW	70%	17 MW	Kagoshima, Japan	3Q17	FiT of Yen 36	Waiting license
12	Japan #12	3.5 MW	70%	2.5 MW	Kagoshima, Japan	2Q17	FiT of Yen 36	Waiting license
13	Japan #13	8.0 MW	70%	5.6 MW	Oita, Japan	3Q17	FiT of Yen 36	Waiting license
14	Japan #14	6.0 MW	70%	4.2 MW	Kagoshima, Japan	3Q17	FiT of Yen 36	Waiting license
Total Japan		42 MW		29 MW				

Source: Company data, KGI Research

Figure 5: Valuation of refinery and retail oil marketing businesses based on EV/EBITDA

EV/EBITDA (x)	59/60 EBITDA	Target Price (Bt)
5.5	9,366	17.4
6	9,366	20.8
6.5	9,366	24.2
7	9,366	27.6

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 6: Valuation of existing and upcoming solar farms based on DCF

Project	PPA Capacity	BCP's Capacity	Target Price (Bt)
Thai #1	38 MW	27 MW	1.7
Thai #2	32 MW	22 MW	2.2
Thai #3	48 MW	34 MW	3.7
Solar Co-op	12 MW	8 MW	0.3
Japan #1-4	11 MW	7.5 MW	0.4
Japan #5	9 MW	6 MW	0.4
Japan #6	10.5 MW	7 MW	0.4
Japan #7	20 MW	14 MW	0.6
Japan #8	43.5 MW	30.5 MW	1.2
Japan #9	4.0 MW	3 MW	0.1
Japan #10	25 MW	17.5 MW	0.8
Japan #15	20 MW	14 MW	0.6
Japan #16	10 MW	7 MW	0.2
Total	283 MW	198 MW	12.7

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 7: Valuation of solar projects in future based on DCF (not included yet)

Project	PPA Capacity	BCP's Capacity	Target Price (Bt)
Japan #11	24 MW	17 MW	0.8
Japan #12	3.5 MW	2.5 MW	0.1
Japan #13	8 MW	6 MW	0.3
Japan #14	6 MW	4 MW	0.2
Total	42 MW	29 MW	1.3

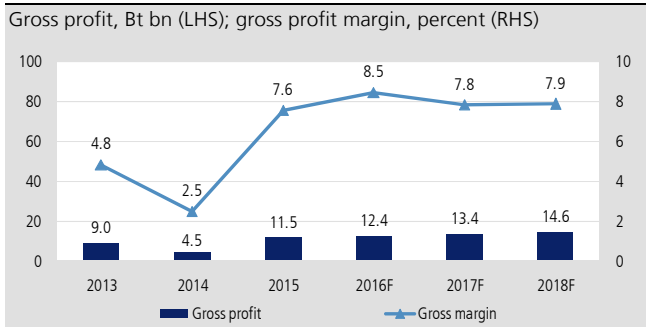
Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 8: Company profile

Bangchak Petroleum (BCP) is one of Thailand's leading petroleum companies. It imports crude oil from the Middle East, the Far East and indigenous sources and refines it into products with a maximum crude-processing capacity of 120KBD. The company also operates more than 1,000 service stations under the trademark and has expanded its business to solar power with operating capacity of 118MW in Thailand and 11MW in Japan.

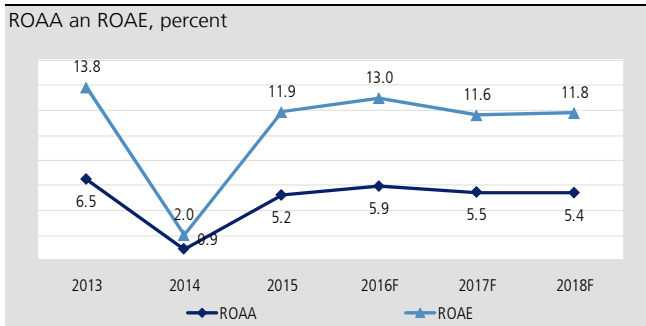
Source: Company data, KGI Research

Figure 10: Gross profit



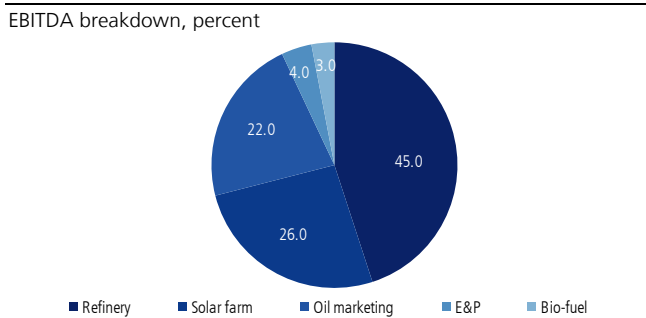
Source: Company data, KGI Research

Figure 12: Company ROAA and ROAE



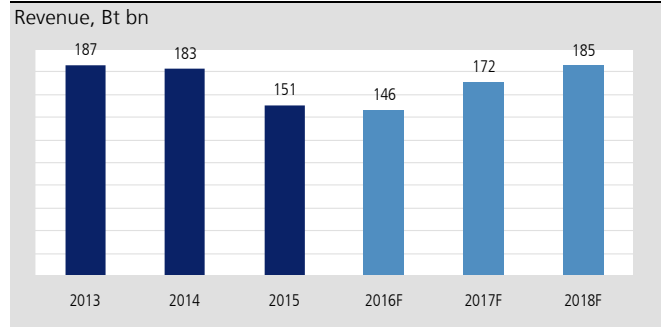
Source: Company data, KGI Research

Figure 14: EBITDA breakdown in 2015



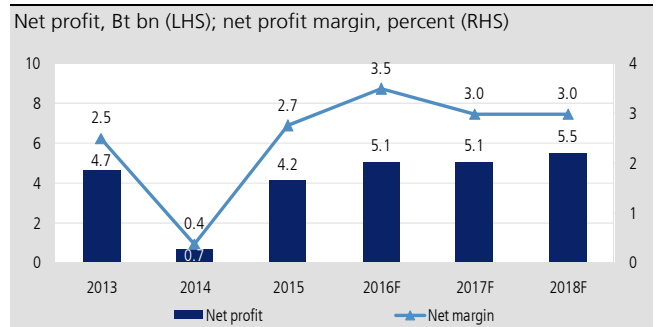
Source: Company data, KGI Research

Figure 9: Revenue



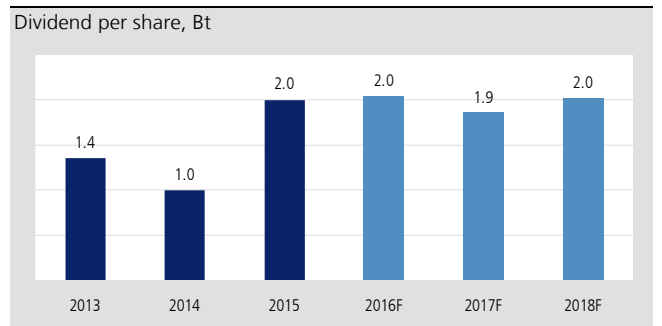
Source: Company data, KGI Research

Figure 11: Net profit



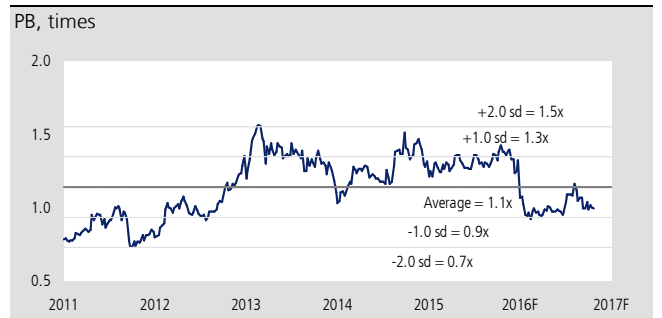
Source: Company data, KGI Research

Figure 13: Dividend



Source: Company data, KGI Research

Figure 15: Company trading PB



Source: KGI Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A	Dec-15A	Mar-16A	Jun-16A
Income Statement (Bt mn)										
Revenue	49,657	40,776	46,835	45,749	39,445	41,357	35,203	35,136	30,276	37,262
Cost of Goods Sold	(47,035)	(38,791)	(45,526)	(47,120)	(37,082)	(36,390)	(33,118)	(33,097)	(29,327)	(32,986)
Gross Profit	2,621	1,985	1,308	(1,371)	2,363	4,967	2,085	2,039	949	4,276
Operating Expenses	(954)	(959)	(1,005)	(1,562)	(1,057)	(1,314)	(1,133)	(1,672)	(1,212)	(1,433)
Other incomes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Operating Profit	1,668	1,026	303	(2,933)	1,307	3,653	952	367	(264)	2,843
Depreciation of fixed assets	678	647	847	1,142	1,052	1,233	1,205	1,219	1,099	1,135
Operating EBITDA	2,345	1,673	1,150	(1,792)	2,359	4,885	2,157	1,586	835	3,978
Non-Operating Income	179	706	283	528	104	186	201	99	289	111
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	179	706	283	528	104	186	201	99	289	111
Non-Operating Expenses	(264)	(369)	(392)	(403)	(547)	(401)	(396)	(724)	(373)	(327)
Interest Expenses	(264)	(369)	(392)	(403)	(411)	(401)	(391)	(412)	(373)	(327)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	(136)	0	(5)	(312)	0	(0)
Net Investment Income/(Loss)	10	(6)	(10)	10	12	(1)	(2)	4	13	(6)
Pre-tax Profit	1,594	1,357	185	(2,798)	875	3,437	755	(254)	(335)	2,621
Current Taxation	(310)	(178)	38	1,140	(91)	(594)	(6)	17	167	(459)
Minorities	24	9	27	(127)	19	15	(9)	(79)	(72)	(3)
Extraordinary items	303	87	183	(972)	272	(34)	(327)	46	142	252
Net Profit	1,562	1,258	378	(2,502)	1,037	2,794	432	(112)	47	2,417
EPS (Bt)	1.13	0.91	0.27	(1.82)	0.75	2.03	0.31	(0.08)	0.03	1.76
Margins										
Gross profit margin	5.3	4.9	2.8	(3.0)	6.0	12.0	5.9	5.8	3.1	11.5
Operating EBIT margin	3.4	2.5	0.6	(6.4)	3.3	8.8	2.7	1.0	(0.9)	7.6
Operating EBITDA margin	4.7	4.1	2.5	(3.9)	6.0	11.8	6.1	4.5	2.8	10.7
Net profit margin	3.1	3.1	0.8	(5.5)	2.6	6.8	1.2	(0.3)	0.2	6.5
Growth										
Revenue growth	5.0	(9.6)	1.7	(4.8)	(20.6)	1.4	(24.8)	(23.2)	(23.2)	(9.9)
Operating EBIT growth	(18.8)	3,065.2	(81.2)	(377.5)	(21.6)	256.1	214.1	(112.5)	(120.2)	(22.2)
Operating EBITDA growth	(14.6)	136.1	(50.1)	(201.3)	0.6	192.0	87.5	(188.5)	(64.6)	(18.6)
Net profit growth	(28.9)	209.2	(72.2)	(462.6)	(33.6)	122.1	14.2	(95.5)	(95.5)	(13.5)

Source: Company data, KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total Assets	76,966	81,942	89,968	97,040	107,755
Current Assets	32,294	33,800	32,016	26,292	35,439
Cash & ST Investments	8,577	12,390	11,871	2,962	10,402
Inventories	14,059	13,945	12,846	15,159	16,384
Accounts Receivable	5,835	5,234	5,069	5,940	6,423
Others	3,824	2,230	2,230	2,230	2,230
Non-current Assets	44,671	48,143	57,951	70,748	72,316
LT Investments	1,545	1,562	1,562	1,562	1,562
Net fixed Assets	38,136	40,044	49,852	62,649	64,217
Others	4,990	6,537	6,537	6,537	6,537
Total Liabilities	43,000	45,959	47,403	51,657	59,106
Current Liabilities	11,309	10,489	10,655	12,077	12,533
Accounts Payable	5,774	4,994	4,790	5,652	6,109
ST Borrowings	1,312	1,026	1,397	1,957	1,957
Others	4,223	4,468	4,468	4,468	4,468
Long-term Liabilities	31,690	35,470	36,748	39,580	46,572
Long-term Debts	28,886	32,632	33,910	36,741	43,734
Others	2,804	2,838	2,838	2,838	2,838
Shareholders' Equity	33,966	35,983	42,564	45,383	48,649
Common Stock	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Capital Surplus	11,769	11,747	16,034	16,300	16,796
Retained Earnings	20,820	22,859	25,154	27,707	30,476
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	(1.9)	(17.4)	(3.2)	17.2	8.1
OP	(98.7)	9,854.3	15.4	10.3	10.7
EBITDA	(55.1)	225.4	9.3	8.9	10.8
NP	(85.0)	496.4	22.8	0.2	8.5
EPS	(85.0)	496.4	22.8	0.2	8.5
Profitability (%)					
Gross Margin	2.5	7.6	8.5	7.8	7.9
Operating Margin	0.0	4.2	5.0	4.7	4.8
EBITDA Margin	1.8	7.3	8.2	7.6	7.8
Net Profit Margin	0.4	2.7	3.5	3.0	3.0
ROAA	0.9	5.2	5.9	5.5	5.4
ROAE	2.0	11.9	13.0	11.6	11.8
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	88.9	93.5	83.0	85.3	93.9
Net Debt/Equity (%)	63.7	59.1	55.1	78.7	72.5
Interest Coverage (x)	1.0	4.0	4.1	4.0	3.9
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.5	2.4	2.4	2.0	2.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	4.3	7.5	5.9	4.0	4.5
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	2.2	4.6	3.4	2.0	2.4
Current Ratio (x)	2.9	3.2	3.0	2.2	2.8
Quick Ratio (x)	1.6	1.9	1.8	0.9	1.5
Net Debt (Bt mn)	21,621	21,268	23,436	35,736	35,289
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.5	3.0	3.7	3.7	4.0
CFPS	4.4	8.7	7.9	5.7	7.2
BVPS	24.7	26.1	30.9	33.0	35.3
SPS	--	--	--	--	--
EBITDA/Share	2.5	8.0	8.7	9.5	10.5
DPS	1.0	2.0	2.0	1.9	2.0
Activity					
Asset Turnover (x)	2.5	1.9	1.7	1.8	1.8
Days Receivables	11.6	12.6	12.6	12.6	12.6
Days Inventory	28.8	36.4	35.0	35.0	35.0
Days Payable	3.2	3.6	3.6	3.6	3.6
Cash Cycle	37.2	45.5	44.1	44.1	44.1

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	183,016	151,140	146,373	171,519	185,465
Cost of Goods Sold	(178,473)	(139,686)	(133,965)	(158,088)	(170,859)
Gross Profit	4,543	11,454	12,408	13,432	14,606
Operating Expenses	(4,480)	(5,175)	(5,161)	(5,441)	(5,762)
Other incomes	0	0	0	0	0
Operating Profit	63	6,279	7,247	7,991	8,844
Depreciation of fixed assets	3,313	4,708	4,766	5,094	5,653
Operating EBITDA	3,377	10,987	12,013	13,085	14,497
Non-Operating Income	1,697	543	504	509	514
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	1,697	543	504	509	514
Non-Operating Expenses	(1,427)	(2,021)	(1,843)	(1,978)	(2,198)
Interest Expenses	(1,427)	(1,615)	(1,843)	(1,978)	(2,198)
Other Non-op Expenses	0	(407)	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	5	12	17	17	17
Pre-tax Profit	338	4,813	5,925	6,539	7,177
Current Taxation	691	(673)	(676)	(774)	(888)
Minorities	(67)	(53)	151	659	750
Extraordinary items	(399)	(43)	0	0	0
Net Profit	696	4,151	5,098	5,106	5,539
EPS (Bt)	0.51	3.01	3.70	3.71	4.02

Source: KGI Research

Cash Flow

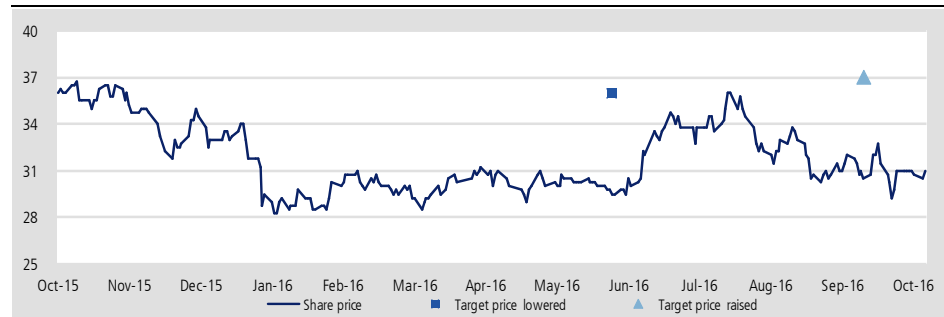
Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Operating Cash Flow	6,068	12,033	10,923	7,879	9,941
Net Profit	696	4,151	5,098	5,106	5,539
Depreciation & Amortization	3,313	4,708	4,766	5,094	5,653
Change in Working Capital	99	(65)	1,059	(2,322)	(1,251)
Others	1,959	3,239	0	0	0
Investment Cash Flow	(10,042)	(11,343)	(14,574)	(13,891)	(9,221)
Net CAPEX	(7,337)	(4,591)	(14,574)	(17,891)	(7,221)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(2,705)	(6,751)	0	4,000	(2,000)
Free Cash Flow	(1,269)	7,442	(3,651)	(10,012)	2,720
Financing Cash Flow	5,401	(773)	3,131	1,103	4,719
Change in Share Capital	153	(22)	4,287	266	497
Net Change in Debt	9,369	3,460	1,649	3,391	6,992
Change in Other LT Liab.	(4,121)	(4,211)	(2,804)	(2,553)	(2,770)
Net Cash Flow	1,427	(82)	(519)	(4,909)	5,439

Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
2014	97.5%	1.8%	2.4%	-1.8%
2015	92.4%	3.1%	3.4%	1.0%
2016F	91.5%	3.3%	3.5%	1.7%
2017F	92.2%	3.0%	3.2%	1.7%
2018F	92.1%	3.0%	3.1%	1.7%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
2014	0.11	0.21	0.03	2.85
2015	0.15	0.26	0.04	2.16
2016F	0.15	0.34	0.04	1.88
2017F	0.08	0.37	0.04	2.06
2018F	0.12	0.35	0.04	1.98
Year	Operating Margin	x $\frac{\text{Capital Turnover}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}$	= After-tax Return on Inv. Capital
2014	-1.8%	2.9	12910.1	-654.5
2015	1.0%	2.2	86.1	1.9
2016F	1.7%	1.9	88.3	2.8
2017F	1.7%	2.1	86.8	3.0
2018F	1.7%	2.0	86.2	2.9

Source: KGI Research

Bangchak Petroleum - Recommendation & target price history


Source: KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.

รายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CG Report)



บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีเลิศ (Excellent)"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
EGCO	บริษัท แอลพีโก้	KTB	ธนาคารกรุงไทย	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
KBANK	ธนาคารกรุงไทย	RATCH	บริษัท ผลิตภัณฑ์อาหารปุ๋ยอินทรีย์		
KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์		



บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีมาก (Very Good)"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	ERW	บริษัท ดี เยาวรัตน์ กรุ๊ป	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	SPALI	บริษัท สุภาลัย
AP	บริษัท เอเชียเนชั่นเพอเพอร์ ดีเวลลอปเม้นท์	IFEC	บริษัท อินเตอร์ ฟาร์อีสท์ วิศวกรรม	STEC	บริษัท ซีโนไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	SVI	บริษัท เอสวีไอ
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TASCO	บริษัท ทีบีทีเอสพี
BIGC	บริษัท บีจีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	PS	บริษัท พศกษา เรียงแอลเดฟ	TCAP	บริษัท ทูบอนด์
CK	บริษัท ซี.การช่าง	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์	TMB	ธนาคารทหารไทย
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน	TRUE	บริษัท TRUE คอร์ปอเรชั่น
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	RS	บริษัท อาร์เอส		
DRT	บริษัท กระเบื้องหลังคาตราเพชร	SAMART	บริษัท สยามเรคคอร์ดส		



บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี (Good)"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	MAKRO	บริษัท สยามเมคโคร
DCC	บริษัท โดนาสต์โซลูชัน	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป
GL	บริษัท กรุ๊ปดี	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	TRT	บริษัท ทีอาร์ที
GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป	TVO	บริษัท ทีวีเอ็มพีไทย

บริษัทที่ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิชั่น	CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด
BCH	บริษัท บางกอก เชน ฮอเทล จำกัด	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	TMT	บริษัท ต้าเหล็กไทย
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด
BJCHI	บริษัท บีจีซี เฮลท์ อินคัสทรี จำกัด	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด	WORK	บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์
CBG	บริษัท คาวบาวกรุ๊ป จำกัด	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด		

ที่มา: www.thai-iod.com

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ผลการสำรวจอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานผลการประเมินโครงการประเมินการพัฒนารต่อต้านการทุจริต (Anti-corruption Progress Indicator)

ระดับ 5: ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด		

ระดับ 4: ได้รับการรับรอง (Certified)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	IFEC	บริษัท อินเตอร์ ฟาร์อีสท์ วิศวกรรม	SVI	บริษัท เอสวีไอ
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	KBANK	ธนาคารกสิกรไทย	TCAP	บริษัท ทูเนลเทรด
DCC	บริษัท โดนาสต์เซรามิค	KKP	ธนาคารกสิกรไทย	TISCO	บริษัท ทีเอสไอ โพลีเมอร์ซีเมนต์
DRT	บริษัท กระเบื้องหลังคาตราเพชร	KTB	ธนาคารกรุงไทย	TMB	ธนาคารทหารไทย
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล		
ERW	บริษัท ดี เยาวดี กรุ๊ป	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์		

ระดับ 3: มีมาตรการป้องกัน (Established)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิชั่น	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซส คอมมูนิเคชั่น	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PS	บริษัท พญาฯ เรียวเอสเตท
AP	บริษัท เอเชีย นีโอสเฟียร์ ดีเวลลอปเม้นท์	GL	บริษัท กรุ๊ปดีเอส	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	GLOW	บริษัท โกลด์ พลัสงาน	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	SAMART	บริษัท สามารตคอร์ปอเรชั่น
BIGC	บริษัท บีจี ซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	SPALI	บริษัท สุปาลย์
BJCHI	บริษัท บีจีซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	TASCO	บริษัท ทีบีทีเอสพีเอส
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	TMT	บริษัท ต้าแม็กไทย
CK	บริษัท ซี.การช่าง	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟอรัมกรุ๊ป	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด
CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	WHA	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด

ระดับ 2: ประกาศเจตนารมณ์ (Declared)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมพิวเตอร์	TRT	บริษัท โทรไทย
GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด	TVO	บริษัท นวัตกรรมทีวีไทย

ระดับ 1: มินิโยบาย (Committed)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
CBG	บริษัท คาร์บาวกรุ๊ป จำกัด	RS	บริษัท อาร์เอส	SAWAD	บริษัท เซอร์วิสเซอ พาวเวอร์ 1979 จำกัด
MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป				

ไม่เปิดเผยหรือไม่มินิโยบาย

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BCH	บริษัท บางกอก เซ็น ฮอสปิเทล จำกัด	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์	WORK	บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด		

ที่มา: www.cgthailand.org

Disclaimer: การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวกับซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผยข้อมูลโดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด