

# Fundamental Story

Bangchak Corporation Pcl (BCP TB) - SELL, Price Bt27, TP Bt21

Results Comment

Chak Reungsinpinya | Email: chak.reu@thanachartsec.co.th

## ผลการดำเนินงาน 3Q21 เป็นไปตามคาด

- BCP รายงานกำไรสุทธิ 3Q21 ที่ 1.82 พันลบ. (EPS 1.32 บาท) หากไม่รวมรายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ เราคาดว่ากำไรปกติจะอยู่ที่ 133 ลบ. (กำไรปกติต่อหุ้น 0.10 บาท) ลดลง 71% q-q ผลการดำเนินงานเป็นไปตามคาด แม้เราคาดว่าจะดีขึ้นใน 4Q21F แต่เราคิดว่าทางเลือกที่ดีกว่ามีอยู่มากมาย คงคำแนะนำ “ขาย”
- การกลั่น: ค่าการกลั่นอยู่ที่ US\$3.07/bbl ลดลงจาก US\$4.18/bbl ใน 2Q21 แต่เพิ่มขึ้นจาก US\$2.33/bbl ใน 3Q20 การลดลง q-q เป็นเพราะจากพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงขึ้น ปริมาณการนำน้ำมันดิบเข้ากลั่นรวมอยู่ที่ 111kbd เพิ่มขึ้น 4% q-q และ 17% y-y
- การตลาด: ปริมาณขายอยู่ที่ 1.05 พันล้านลิตร ลดลง 11% q-q เนื่องจากผลกระทบจากการล็อกดาวน์ในประเทศไทย ค่าการตลาดเฉลี่ยอยู่ที่ 0.73 บาท/ลิตร ในไตรมาสที่ สิ้นสุดถึงอัตรากำไรที่ลดลงที่ปม และสัดส่วนยอดขายที่ไม่ค่อยดี (หักยอดขายปลีก)
- ธุรกิจไฟฟ้า: EBITDA 18% q-q, 4% y-y เป็น 1.18 พันลบ. ส่วนใหญ่ได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของผลผลิตพลังน้ำในประเทศลาว
- อื่นๆ: OKEA (บริษัทร่วม E&P) ถูกรวมเข้ากับ P&L ของ BCP ในไตรมาสที่ ส่งผลให้รายได้ และ EBITDA พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก แม้ว่า จะไม่มีผลกระทบต่อกำไรสุทธิก็ตาม BCP ได้ให้เฉพาะข้อมูล EBITDA ของ OKEA เท่านั้น ซึ่งมีมูลค่า 3 พันลบ. เพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัว q-q เนื่องจากปริมาณ และราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้น
- รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ ซึ่งได้แก่กำไรจากมูลค่าสินค้าคงคลัง 1.39 พันลบ. ขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง 777 ลบ. กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 103 ลบ. บริษัทฯ ยังได้บันทึกค่าชดเชยจากการเรียกร้องค่าก่อสร้างล่าช้าจำนวน 433 ลบ. กำไรจากการปรับมูลค่ายุติธรรม 575 ลบ. กำไรจากการขายเงินลงทุนจำนวน 122 ลบ. และขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ 13 ลบ. ซึ่งทั้งหมดนี้เป็นรายการก่อนหักภาษี

| Income Statement (consolidated) |              |              |              |              | Income Statement 9M as |                          |             |              |            |              |               |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------------|--------------------------|-------------|--------------|------------|--------------|---------------|
| Yr-end Dec (Bt m)               | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21         | 2Q21         | 3Q21                   | (Bt m)                   | q-q%        | y-y%         | % 2021F    | 2021F        | 2022F         |
| Revenue                         | 33,652       | 33,134       | 41,230       | 43,775       | 47,649                 | Revenue                  | 9           | 42           | 73         | 180,768      | 202,438       |
| <b>Gross profit</b>             | <b>2,164</b> | <b>2,389</b> | <b>2,630</b> | <b>2,415</b> | <b>4,226</b>           | <b>Gross profit</b>      | <b>75</b>   | <b>95</b>    | <b>118</b> | <b>7,869</b> | <b>9,849</b>  |
| SG&A                            | 1,613        | 2,180        | 1,447        | 1,628        | 1,652                  | SG&A                     | 1           | 2            | 76         | 6,221        | 6,411         |
| Operating profit                | 551          | 209          | 1,183        | 787          | 2,574                  | Operating profit         | 227         | 367          | 276        | 1,649        | 3,438         |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>2,182</b> | <b>2,151</b> | <b>2,854</b> | <b>2,506</b> | <b>4,973</b>           | <b>EBITDA</b>            | <b>98</b>   | <b>128</b>   | <b>125</b> | <b>8,253</b> | <b>10,402</b> |
| Other income                    | 121          | 120          | 142          | 176          | 777                    | Other income             | 342         | 544          | 125        | 876          | 903           |
| Other expense                   | 0            | (0)          | 0            | 0            | 0                      | Other expense            |             |              | na         | 0            | 0             |
| Interest expense                | 504          | 484          | 464          | 518          | 748                    | Interest expense         | 44          | 48           | 86         | 2,010        | 1,920         |
| <b>Profit before tax</b>        | <b>167</b>   | <b>(154)</b> | <b>861</b>   | <b>444</b>   | <b>2,602</b>           | <b>Profit before tax</b> | <b>486</b>  | <b>1,457</b> | <b>758</b> | <b>515</b>   | <b>2,421</b>  |
| Income tax                      | 19           | (46)         | 408          | 195          | 1,904                  | Income tax               | 876         | 9,977        | 3,476      | 72           | 339           |
| Equity & invest. income         | 58           | 259          | 194          | 512          | 177                    | Equity & invest. income  | (65)        | 209          | 2,649      | 33           | 33            |
| Minority interests              | (318)        | (349)        | (358)        | (309)        | (742)                  | Minority interests       | na          | na           | 255        | (553)        | (613)         |
| Extraordinary items             | (535)        | 451          | 1,994        | 1,313        | 1,687                  | Extraordinary items      | 28          | na           | na         | 0            | 0             |
| <b>Net profit</b>               | <b>(647)</b> | <b>251</b>   | <b>2,283</b> | <b>1,765</b> | <b>1,820</b>           | <b>Net profit</b>        | <b>3</b>    | <b>na</b>    | <b>na</b>  | <b>(77)</b>  | <b>1,502</b>  |
| <b>Normalized profit</b>        | <b>(112)</b> | <b>(200)</b> | <b>289</b>   | <b>452</b>   | <b>133</b>             | <b>Normalized profit</b> | <b>(71)</b> | <b>na</b>    | <b>na</b>  | <b>(77)</b>  | <b>1,502</b>  |
| EPS (Bt)                        | (0.47)       | 0.18         | 1.66         | 1.28         | 1.32                   | EPS (Bt)                 | 3           | na           | na         | (0.06)       | 1.09          |
| Normalized EPS (Bt)             | (0.08)       | (0.15)       | 0.21         | 0.33         | 0.10                   | Normalized EPS (Bt)      | (71)        | na           | na         | (0.06)       | 1.09          |

  

| Balance Sheet (consolidated) |                |                |                |                | Financial Ratios (%) |                          |        |        |       |       |       |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------|--------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Yr-end Dec (Bt m)            | 3Q20           | 4Q20           | 1Q21           | 2Q21           | 3Q21                 |                          | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  |
| Cash & ST investment         | 12,175         | 21,651         | 21,351         | 16,423         | 21,321               | Sales grow th            | (27.6) | (33.9) | (4.3) | 64.6  | 41.6  |
| A/C receivable               | 5,625          | 6,402          | 8,159          | 7,859          | 12,932               | Operating profit grow th | (66.7) | (74.3) | na    | 180.0 | 367.2 |
| Inventory                    | 13,209         | 16,162         | 14,108         | 14,104         | 21,587               | EBITDA grow th           | (25.1) | 0.3    | 160.6 | 32.9  | 127.9 |
| Other current assets         | 3,233          | 3,080          | 2,853          | 5,792          | 2,802                | Norm profit grow th      | na     | na     | na    | na    | na    |
| Investment                   | 15,368         | 14,331         | 15,594         | 16,422         | 13,714               | Norm EPS grow th         | na     | na     | na    | na    | na    |
| Fixed assets                 | 54,898         | 54,567         | 54,670         | 54,785         | 74,518               | Gross margin             | 6.4    | 7.2    | 6.4   | 5.5   | 8.9   |
| Other assets                 | 36,670         | 32,129         | 31,982         | 31,982         | 49,723               | Operating margin         | 1.6    | 0.6    | 2.9   | 1.8   | 5.4   |
| <b>Total assets</b>          | <b>141,179</b> | <b>148,323</b> | <b>148,716</b> | <b>147,367</b> | <b>196,596</b>       | EBITDA margin            | 6.5    | 6.5    | 6.9   | 5.7   | 10.4  |
| S-T debt                     | 9,703          | 9,149          | 8,310          | 9,097          | 15,447               | Norm net margin          | (0.3)  | (0.6)  | 0.7   | 1.0   | 0.3   |
| A/C payable                  | 8,919          | 12,277         | 9,534          | 9,688          | 11,729               | D/E (x)                  | 1.4    | 1.4    | 1.3   | 1.2   | 1.5   |
| Other current liabilities    | 4,090          | 4,076          | 4,044          | 3,987          | 6,067                | Net D/E (x)              | 1.1    | 0.9    | 0.8   | 0.9   | 1.1   |
| L-T debt                     | 54,087         | 54,095         | 54,650         | 51,182         | 62,830               | Interest coverage (x)    | 4.3    | 4.4    | 6.2   | 4.8   | 6.6   |
| Other liabilities            | 10,186         | 10,409         | 10,001         | 9,881          | 33,702               | Interest rate            | 3.1    | 3.0    | 2.9   | 3.4   | 4.3   |
| Minority interest            | 7,358          | 11,950         | 12,559         | 12,661         | 14,716               | Effective tax rate       | 11.3   | 29.5   | 47.3  | 43.9  | 73.2  |
| <b>Shareholders' equity</b>  | <b>46,836</b>  | <b>46,366</b>  | <b>49,617</b>  | <b>50,872</b>  | <b>52,105</b>        | ROA                      | (0.3)  | (0.6)  | 0.8   | 1.2   | 0.3   |
| Working capital              | 9,915          | 10,287         | 12,732         | 12,275         | 22,789               | ROE                      | (1.0)  | (1.7)  | 2.4   | 3.6   | 1.0   |
| Total debt                   | 63,789         | 63,244         | 62,960         | 60,279         | 78,277               |                          |        |        |       |       |       |
| <b>Net debt</b>              | <b>51,614</b>  | <b>41,593</b>  | <b>41,610</b>  | <b>43,856</b>  | <b>56,956</b>        |                          |        |        |       |       |       |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 143 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTG, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกัน ได้แก่ นางอัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริหาร การบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)