



# Bangchak Corporation PCL

## การเข้าซื้อ ESSO ยังเป็นไปตามแผน

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วย TP ที่ 42.50 บาท ราคาหุ้นที่ปรับลดลงเมื่อเร็ว ๆ นี้เป็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้น เนื่องจากดีล ESSO ยังเป็นไปตามแผน
- ▶ 1 ใน 3 ของเงื่อนไขบังคับก่อนการซื้อกิจการ ESSO ได้บรรลุแล้ว ผู้บริหารยืนยันว่าดีลจะเสร็จสิ้นในช่วง 2H66
- ▶ แม้มีแผน CAPEX ขนาดใหญ่ในปี 2566 แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน BCP จะไม่เกิน 1.5x คงเป้า EBITDA ที่ 1 แสนลบ. ในปี 2573 จากธุรกิจ E&P โรงกลั่นและโรงไฟฟ้า

## Investment Highlights

- ▶ การเข้าซื้อ ESSO ยังเป็นไปตามแผน ผู้บริหาร BCP กล่าวว่า การเข้าซื้อหุ้น 66% ของ ESSO มีความคืบหน้าที่ดีและยังคงคาดว่าจะแล้วเสร็จในครึ่งหลังของปี 2566 ทั้งนี้ 1 ใน 3 ของเงื่อนไขบังคับก่อน (CP) ได้ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว (การอนุมัติ/ยกเว้นเงื่อนไขภายใต้สัญญาขายโรงกลั่นในปี 2534) ในขณะที่ CP ที่เหลืออีกสองเงื่อนไข ซึ่งประกอบด้วย การอนุมัติของผู้ถือหุ้น BCP สำหรับการซื้อสินทรัพย์ และการอนุมัติเงื่อนไขอันไม่เป็นการผูกขาดอยู่ในระหว่างดำเนินการ นอกจากนี้ ผู้บริหารเชื่อว่าผลการเลือกตั้งทั่วไปครั้งใหม่จะไม่มีผลกระทบต่อความสำเร็จของดีล แต่อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารแจ้งว่าจะยังไม่มีแผนเปิดเผยราคาเข้าซื้อหุ้น ESSO เบื้องต้นใหม่ แต่การจ่ายเงินปันผลของ ESSO สำหรับการดำเนินงานในครึ่งหลังของปี 2565 จะทำให้ราคาเสนอซื้อลดลง
- ▶ สถานะทางการเงินหลังการซื้อกิจการยังคงแข็งแกร่ง ผู้บริหารกล่าวว่าสัดส่วนหนี้สินต่อเงินทุนสุทธิ (net D/E ratio) ของ BCP จะเพิ่มขึ้นเป็น 1.5 เท่า ณ สิ้นปี 2566 จาก 0.4 เท่า ณ สิ้นปี 2565 แม้ว่าจะมีแผนใช้เงินลงทุนกว่า 9 หมื่นลบ. ในปีนี้ ซึ่งประกอบด้วย การเข้าซื้อกิจการ ESSO การขยายธุรกิจไฟฟ้า และการควบรวมกิจการที่อาจเกิดขึ้นในธุรกิจต้นน้ำ ซึ่งระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนนี้ต่ำกว่าแนวทางที่ไว้ไว้เดิมที่ 1.7 เท่า จากความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่ลดลงจากลูกหนี้กองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงที่น้อยลง และราคาน้ำมันที่ลดลง (ลูกหนี้การค้าและสินค้าคงคลังลดลง) ในระยะยาว ด้วยค่าใช้จ่ายการลงทุน (CAPEX) ที่วางแผนไว้ของกลุ่มบริษัทที่ 2 แสนลบ. ในช่วงปี 2566-2573 ผู้บริหารคาดว่าจะอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและระดับอัตราหนี้สินต่อ EBITDA สุทธิ (net D/EBITDA) จะไม่เกิน 1.5 เท่าและ 3 เท่าตามลำดับ เนื่องจาก 63% ของ CAPEX ดังกล่าวจะถูกจัดหาเงินทุนโดยบริษัทลูกเอง
- ▶ คงเป้าหมาย EBITDA ที่ 1 แสนลบ. ภายในปี 2573 BCP ตั้งเป้าหมายระยะยาวในการเพิ่ม EBITDA ให้ได้ 10 เท่า ภายในปี 2573 จากค่าเฉลี่ยที่ 1 หมื่นลบ. ในปี 2558-63 โดยการขยายตัวของธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) ธุรกิจโรงกลั่นและธุรกิจไฟฟ้าจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญ ทั้งนี้ ผู้บริหารระบุว่าแถบทะเลเหนือจะเป็นพื้นที่หลักในการขยายธุรกิจ E&P เนื่องจากมีโอกาสในการควบรวมกิจการ (M&A) ที่สูง อันเป็นผลจากอายุแหล่งที่ค่อนข้างมาก ในขณะที่ BCP เตรียมเพิ่มกำลังการผลิตต้นน้ำเป็น 100 KBOED เพื่อให้สอดคล้องกับขนาดโรงกลั่นของบริษัทฯ โดยในส่วนการขยายธุรกิจโรงกลั่นจะอยู่ในรูปแบบของการเพิ่มผลิตภัณฑ์พิเศษใหม่ๆ ที่เน้นกลุ่มลูกค้าแบบเฉพาะเจาะจง (เช่น UCO และ SAF) และการเข้าซื้อกิจการ ESSO โดยภายในปี 2573 BCP คาดว่าธุรกิจ E&P จะมีส่วนแบ่งประมาณ 46% ของ EBITDA ขณะที่ธุรกิจโรงกลั่นและธุรกิจไฟฟ้าจะมีส่วนแบ่ง 26% และ 11% ตามลำดับ

## Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ที่ 42.5 บาท คำแนะนำของเราอิงจากโอกาสการปรับเพิ่มตัวคูณมูลค่าที่อาจเกิดขึ้นจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่สูงขึ้นหลังจากการรวมสัดส่วนการถือหุ้น 66% ของ ESSO (ประเทศไทย) ในไตรมาส 3/2566 โดยราคาหุ้น BCP ที่อ่อนตัวลงเมื่อเร็ว ๆ นี้ถือเป็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้น เนื่องจากการซื้อกิจการของ ESSO ยังคงดำเนินต่อไปตามแผน ขณะที่ BCP ซื้อขายที่ PBV 0.69 เท่า และ PER 6.3 เท่า เทียบกับโรงกลั่นคู่แข่งในประเทศที่ 0.84 เท่า และ 8.2 เท่า ตามลำดับ การผนึกกำลังที่อาจเกิดขึ้นหลังการควบรวมกิจการจะเป็น upside ที่สำคัญต่อประมาณการ โดยเรายังคงราคาเป้าหมายปี 2566 ไว้ที่ 42.50 บาท คิดจาก adjusted PBV ปี 2567 ที่ 0.95 เท่า (ระดับเฉลี่ย)

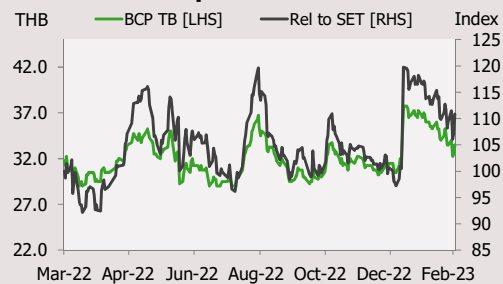
BCP TB Outperform

Target Price	Bt	42.50
Price (02/03/2023)	Bt	33.50
Upside	%	26.87
Valuation	PBV	
Sector	Energy & Utilities	
Market Cap	Btm	46,127
30-day avg turnover	Btm	238.53
No. of shares on issue	m	1,377
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	199,417	312,202	238,851	424,884
Core profit (Btmn)	9,301	18,513	7,024	7,353
Net profit (Btmn)	7,624	12,575	7,274	7,353
Net EPS (Bt)	5.54	9.13	5.28	5.34
DPS (Bt)	2.00	2.25	2.00	2.00
BVPS (Bt)	38.83	45.54	48.83	52.17
Net EPS growth (%)	209.43	64.95	-42.15	1.08
ROA (%)	5.62	6.82	3.76	3.85
ROE (%)	15.27	21.65	11.20	10.57
Net D/E (x)	0.69	0.41	0.57	0.57
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	6.05	3.67	6.34	6.27
P/BV (x)	0.86	0.74	0.69	0.64
EV/EBITDA (%)	4.85	2.20	4.47	4.16
Dividend yield (%)	5.97	6.72	5.97	5.97

### BCP TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Jakapong Chawengsri

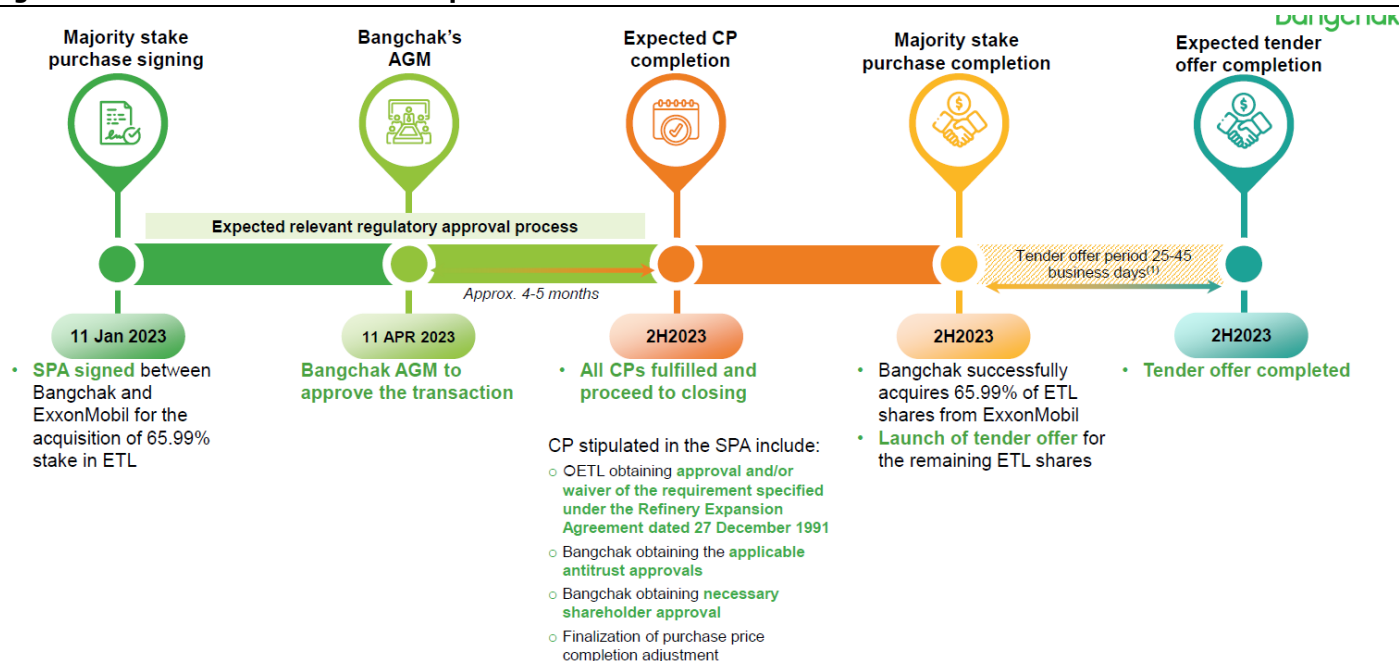
Jakapong.c@kasikornsecurities.com

3 March 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

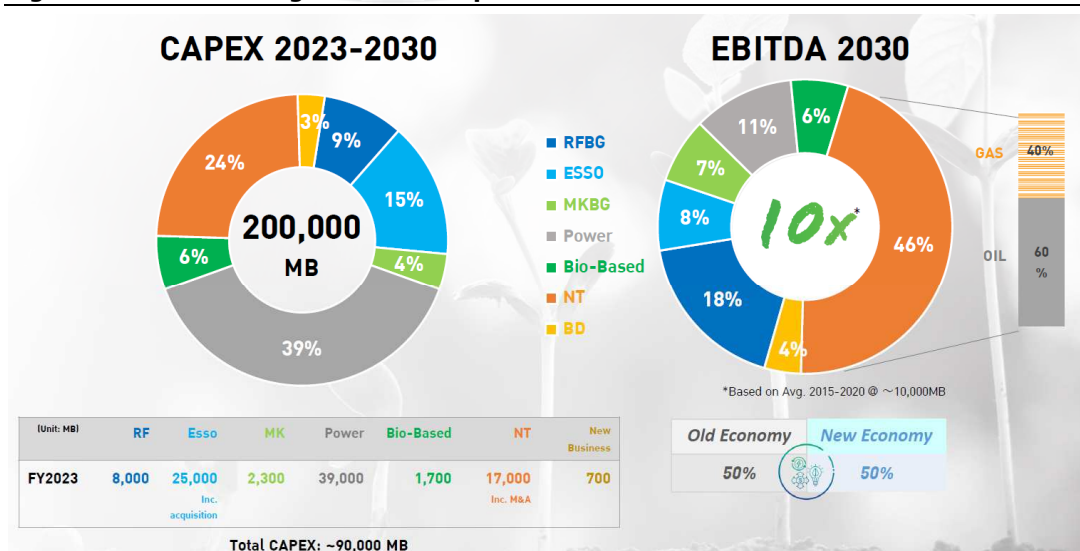


**Fig 1 Indicative timeline and next steps**



Source: Company data

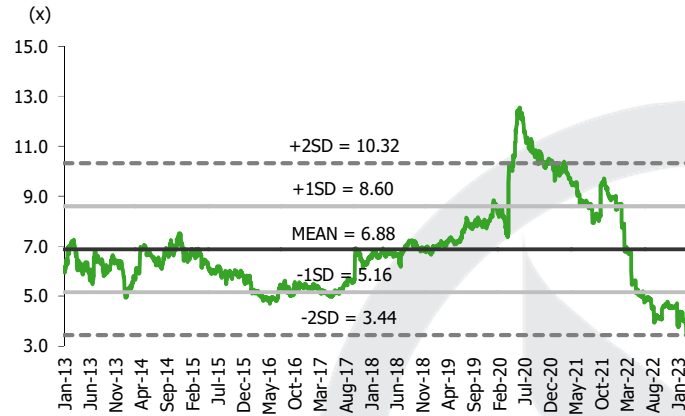
**Fig 2 BCP's EBITDA target and CAPEX plan**



Source: Company data

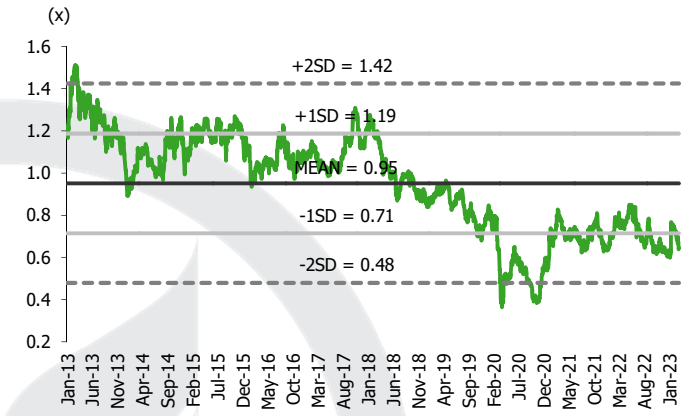


**Fig 3 BCP 12-months forward EV/EBITDA**



Source: Bloomberg

**Fig 4 BCP 12-months forward PBV**



Source: Bloomberg

**Fig 5 Stock comparison**

Stock	Rating	Price (Bt) 02-Mar-23	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)*		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
BCP	OP	33.50	42.50	26.9	3.4	6.3	0.69	0.69	2.1	4.5	64.9	-42.2	7.1	6.0	21.6	11.2
ESSO	N	9.10	8.80	-3.3	4.6	4.2	1.60	0.99	4.0	1.6	114.0	-21.5	8.7	9.5	41.0	25.4
SPRC	OP	11.00	12.20	10.9	6.1	7.2	1.20	1.17	4.1	4.3	61.7	-13.9	10.3	6.9	21.0	16.6
TOP	OP	52.75	64.00	21.3	3.8	7.9	0.81	0.72	4.5	5.8	159.7	-54.2	6.6	5.7	23.6	9.4
IRPC	N	2.90	2.75	-5.2	-14.1	-85.6	0.78	0.76	10.5	13.8	n.m.	n.m.	2.3	3.4	-5.2	-0.9
PTTGC	OP	48.25	57.25	18.7	-24.3	15.2	0.73	0.71	9.8	8.1	n.m.	n.m.	2.1	2.6	-2.9	4.8
Simple Average					-3.4	-7.5	0.97	0.84	5.8	6.4	100.1	-32.9	6.2	5.7	16.5	11.1

Source: KS Research



#### Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	136,450	199,417	312,202	238,851	424,884
Cost of sales and services	-132,122	-176,261	-267,121	-210,375	-385,834
<b>Gross Profit</b>	4,328	23,156	45,081	28,476	39,050
SG&A	-7,141	-7,153	-9,204	-8,028	-14,415
Other income	533	1,279	1,854	1,820	1,425
<b>EBIT</b>	-5,389	16,647	31,981	22,607	26,172
<b>EBITDA</b>	3,001	22,658	45,802	30,438	34,330
Interest expense	-1,969	-2,540	-3,977	-3,855	-5,126
Equity earnings	-592	1,042	188	88	112
<b>EBT</b>	-7,359	14,108	28,004	18,753	21,046
Income tax	1,589	-4,263	-12,852	-8,940	-9,695
<b>NPAT</b>	-5,770	9,845	15,152	9,812	11,351
Minority Interest	-1,197	-2,221	-2,577	-2,538	-3,998
<b>Core Profit</b>	-4,450	9,301	18,513	7,024	7,353
Extraordinary items	-3,249	-1,927	-5,939	0	0
FX gain (loss)	732	251	1	250	0
<b>Reported net profit</b>	-6,967	7,624	12,575	7,274	7,353
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	21,651	32,022	45,932	51,428	53,096
ST investments	0	808	1,237	1,385	1,430
Accounts receivable	6,402	15,234	22,199	15,392	25,918
Inventories	16,162	18,497	29,533	19,438	40,772
Other current assets	3,080	2,812	12,449	5,392	9,592
<b>Total current assets</b>	47,296	69,372	111,349	93,035	130,808
Investment in subs & others	17,409	18,744	7,136	15,554	15,554
Fixed assets-net	54,567	69,233	73,018	119,215	121,774
Other assets	29,051	44,436	50,841	52,325	41,115
<b>Total assets</b>	148,323	201,785	242,344	280,128	309,251
Short-term debt	9,149	10,720	10,732	29,858	37,759
Accounts payable	12,277	15,651	28,948	14,759	29,983
Other current liabilities	4,076	7,734	8,172	18,641	19,014
<b>Total current liabilities</b>	25,502	34,105	47,852	63,258	86,756
Long-term debt	54,095	69,787	70,507	79,995	78,036
Other liabilities	10,409	28,334	40,607	36,742	37,289
<b>Total liabilities</b>	90,006	132,226	158,966	179,995	202,081
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Share premium	24,541	24,446	24,943	24,943	24,943
Reserves & others, net	-1,994	-560	-1,286	-1,286	-1,286
Retained earnings	22,441	28,205	37,670	42,202	46,801
Minority interests	11,950	16,092	20,674	32,898	35,335
<b>Total shareholders' equity</b>	58,316	69,559	83,378	100,134	107,170
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	148,323	201,785	242,344	280,128	309,251
Key Assumptions					
Oil price	43	69	96	80	75
Accounting GRM	-0.7	9.0	11.9	10.9	8.6
Refinery crude intake (KBD)	97	99	123	120	120
Marketing margin (Bt/liter)	0.84	0.72	0.93	0.85	0.90
Dividend payout ratio	-8	36	25	38	37

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Net profit	-5,770	9,845	15,152	9,812	11,351
Depreciation & amortization	5,281	5,376	8,070	8,169	8,270
Change in working capital	3,931	-3,866	-13,903	20,238	-20,462
Others	10,412	8,403	7,990	-42,196	-5,472
<b>CF from operation activities</b>	13,854	19,757	17,310	-3,976	-6,313
Capital expenditure	-6,241	-6,273	-6,305	-6,338	-6,371
Investment in subs and affiliates	3,860	-1,335	11,608	-8,417	0
Others	-12,736	-15,385	-6,405	-1,484	11,209
<b>CF from investing activities</b>	-15,118	-22,992	-1,102	-16,239	4,838
Cash dividend	-551	-2,754	-3,098	-2,754	-2,754
Net proceeds from debt	15,203	17,263	732	28,614	5,942
Capital raising	698	-96	497	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	15,350	14,413	-1,869	25,860	3,188
<b>Net change in cash</b>	14,087	11,178	14,339	5,644	1,713
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	-5.06	5.54	9.13	5.28	5.34
Core EPS	-3.23	6.75	13.45	5.10	5.34
DPS	0.40	2.00	2.25	2.00	2.00
BV	33.67	38.83	45.54	48.83	52.17
EV	59.49	79.81	73.26	98.82	103.66
Free Cash Flow	5.53	9.79	7.99	-7.49	-9.21
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	-4.07	6.05	3.67	6.34	6.27
Core P/E (x)	-6.37	4.96	2.49	6.57	6.27
P/BV (x)	0.61	0.86	0.74	0.69	0.64
EV/EBITDA (x)	27.30	4.85	2.20	4.47	4.16
Price/Cash flow (x)	2.05	2.33	2.66	-11.60	-7.31
Dividend yield (%)	1.94	5.97	6.72	5.97	5.97
Profitability ratios					
Gross margin (%)	3.17	11.61	14.44	11.92	9.19
EBITDA margin (%)	2.20	11.36	14.67	12.74	8.08
EBIT margin (%)	-3.95	8.35	10.24	9.47	6.16
Net profit margin (%)	-4.23	4.94	4.85	4.11	2.67
ROA (%)	-4.18	5.62	6.82	3.76	3.85
ROE (%)	-14.22	15.27	21.65	11.20	10.57
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.85	2.03	2.33	1.47	1.51
Quick ratio (x)	1.10	1.41	1.45	1.08	0.93
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.54	1.90	1.91	1.80	1.89
Net debt/EBITDA (x)	13.86	2.10	0.74	1.87	1.78
Net debt/equity (x)	0.71	0.69	0.41	0.57	0.57
Int. coverage ratio (x)	-2.74	6.56	8.04	5.86	5.11
Growth					
Revenue (%)	-28.37	46.15	56.56	-23.49	77.89
EBITDA (%)	-65.05	655.12	102.14	-33.54	12.78
Reported net profit (%)	-502.36	209.43	64.95	-42.15	1.08
Reported EPS (%)	-502.36	209.43	64.95	-42.15	1.08
Core profit (%)	-448.31	308.99	99.06	-62.06	4.68
Core EPS (%)	-448.31	308.99	99.06	-62.06	4.68

Source: Company, KS estimates





## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.