

BCP : บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น

มีของดีๆ มัดรวมอยู่

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” BCP จากการมีของดีๆ รวมกัน ประกอบด้วย กลุ่มโรงกลั่นที่ได้ผลบวกจาก GRM ที่ดีขึ้นจากอุปทานตลาดโลกที่ตึงตัว และการรวม ESSO เข้ามา ส่วน OKEA ได้ผลบวกจากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น และกำลังการผลิตเพิ่มหลังมีการลงทุนซื้อแหล่งใหม่เข้ามาเพิ่ม และโรงไฟฟ้าจากการขยายการลงทุนไปสหรัฐ และการขายไฟฟ้าจาก สปป. ลาวไปเวียดนาม จะรองรับการเติบโตในอนาคต ขณะที่การเข้าซื้อ ESSO จะทำให้บริษัทมีกำลังการผลิตสูงสุดในไทย และคาดจะมี synergy ร่วมกันทั้งการซื้อน้ำมันดิบ, Product yield ที่ได้ โดยการซื้อครั้งนี้ มีส่วนเพิ่มต่อประมาณการราว 5 บาทต่อหุ้น

คาดการณ์กำไรปี 2023 จะหดตัว : เราคาดการณ์กำไรปี 2023 จะหดตัวจาก 3 ธุรกิจหลักที่มีผลต่อการดำเนินงานทำไรหอดตัวลง y-y โดยกลุ่มโรงกลั่น GRM คาดลดลง y-y เหลือ 9.8 เหรียญต่อบาร์เรล ส่วนกลุ่มผลิตไฟฟ้า (BCPG) แม้จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบ. ในสหรัฐเข้ามา แต่จาก Adder ที่ทยอยสิ้นสุดลงคาดการณ์การดำเนินงานลดลงเช่นเดียวกับ OKEA ที่ได้รับผลกระทบจากราคาขายเฉลี่ยน้ำมันลดลง y-y ส่วนกลุ่มการตลาดคาดการณ์การดำเนินงานลดลงเช่นกันจากค่าการตลาดที่ลดลง เราคาดการณ์กำไรสุทธิจะเหลือเพียง 8,788 ลบ. -29.4% y-y

มูลค่าเหมาะสม 48.0 บาท/ หุ้น : เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี P/B เติบโตย้อนหลัง 6 ปีที่ 1 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2023 ที่ 43.00 บาท และได้ส่วนเพิ่มต่อราคาเหมาะสมหลังการเข้าถือหุ้น ESSO อีก 5.00 บาท ทำให้ราคาเหมาะสมเพิ่มเป็น 48.00 บาท

ความเสี่ยง : เศรษฐกิจโลกชะลอตัวส่งผลกระทบต่ออุปสงค์การใช้ น้ำมันให้ลดลง, ความผันผวนของราคาน้ำมันส่งผลให้กำไร (ขาดทุน) จากสต็อก รวมถึงการตั้งด้อยค่าที่สูง, การเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับพลังงานส่งผลกระทบต่อการทำงาน โดยค่าการตลาดที่เปลี่ยนแปลงทุก ๆ 0.05 บาทต่อลิตรส่งผลให้ราคาพื้นฐานเปลี่ยนแปลง 0.25 บาทต่อหุ้น

นารี อภิเสวตกานต์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #17971
naree.a@liberator.co.th

BCP

BUY

Rating

TP 23E

From n.a.

THB48.00

method

P/B 1.0x

Closing price

THB41.25

Upside/Downside

+16.4%

CG report

▲▲▲▲▲

CAC

Declared

ESG score by ESG Book

56.02

source : settrade

หนึ่งในตัวเลือกที่ดีของกลุ่ม

“เราคาดผลการดำเนินงานของ BCP จะเด่นสุดตัวหนึ่งหลังได้รวม ESSO เข้ามา แม้ราคาหุ้นจะตอบสนองเชิงบวกมาบ้างแล้วก็ตาม แต่ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายบน P/B เพียง 0.9 เท่า และยังไม่มีส่วนเพิ่มจากการได้มาซึ่งสินทรัพย์ชิ้นใหม่เข้ามาอีกด้วย แต่หลังการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราการจ่ายปันผลของบริษัทจะลดลงจากเดิม แต่คาดยังให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลราว 3% เหมาะกับการถือลงทุนระยะยาวได้”

KEY FINANCIALS

FYE Dec	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue (THBm)	199,417	312,202	357,121	470,977
Net Profit (THBm)	7,623	12,575	8,873	7,354
EPS (THB)	5.54	9.13	6.44	5.34
P/E (x)	7.5	4.5	6.4	7.7
BVPS (THB)	31.61	38.32	43.26	46.91
P/B (x)	1.3	1.1	1.0	0.9
DPS (THB)	2.00	2.25	1.55	1.30
Dividend Yield (%)	4.8	5.5	3.7	3.2
Debt/Equity (x)	1.9	1.9	1.8	1.8
ROE (%)	10.96	15.08	8.31	6.35

Source: Company, LIB Research estimates

การประกอบธุรกิจ : BCP เป็นบริษัทพลังงานไทยที่ดำเนินกิจการหลัก 4 ประเภท ประกอบด้วย

1. ธุรกิจโรงกลั่นและการค้าน้ำมันปิโตรเลียม มีกำลังการผลิต 120,000 บาร์เรลต่อวัน
2. ธุรกิจการตลาด ประกอบด้วยสถานีบริการน้ำมัน และร้านค้าแฟอเทคนิค ณ 1Q23 มีจำนวนสถานีบริการน้ำมัน 1,353 สถานี และร้านค้าแฟอ 1,021 ร้าน มี EV charger 180 แห่ง
3. ธุรกิจพลังงานไฟฟ้าจากการดำเนินงานผ่าน BCPG โดย BCP ถือหุ้นอยู่ 57.19% มีกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนทั้งสิ้น 1,684.2 MW ซึ่งดำเนินงานแล้ว 58%
4. ธุรกิจพลังงานชีวภาพดำเนินงานผ่าน BBGI ซึ่งบ.ถือหุ้นอยู่ 44.99% ธุรกิจหลักคือการผลิตเอทานอลและไบโอดีเซล มีกำลังการผลิต (6 แสนลิตร/วันและ 1 ล้านลิตร/วัน) และ 5) ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติและพัฒนาธุรกิจใหม่ ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติลงทุนผ่าน OKEA ถือหุ้นอยู่ 45.44% ซึ่งมีกำลังการผลิตน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ

รูปที่ 1 : 3 ธุรกิจหลักของบริษัท



ที่มา : Company report

โครงสร้างรายได้ : จึงประกอบด้วย 5 ธุรกิจคือ 1) ธุรกิจโรงกลั่นและการค้าน้ำมันปิโตรเลียม 2) ธุรกิจการตลาด (สถานีบริการน้ำมันและร้านค้าแฟอเทคนิค) 3) ธุรกิจพลังงานไฟฟ้า 4) ธุรกิจชีวภาพ และ 5) ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ

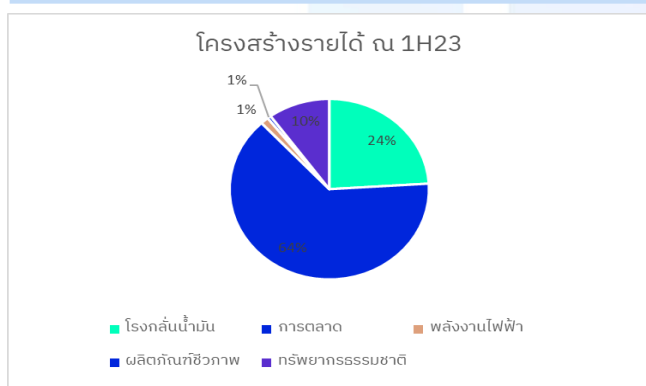
3 ธุรกิจหลัก (การตลาด-โรงกลั่นน้ำมัน-ทรัพยากรธรรมชาติ) สร้างรายได้คิดเป็น 98% ของรายได้รวม ขณะที่ EBITDA จะมาจาก 2 ธุรกิจหลักคือ โรงกลั่นน้ำมัน และทรัพยากรธรรมชาติ คิดเป็น 85% ของ EBITDA

ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา :

ปี 2020 พลิกขาดทุน 6,967 ลบ. -502% y-y จาก Covid-19 ส่งผลให้ความต้องการใช้น้ำมันลดลงและราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ย -21.24 เหรียญ/บาร์เรล y-y ทำให้มีขาดทุนสต็อกสูงถึง -4,743 ลบ. และมีขาดทุนด้วยค่าสินทรัพย์กลุ่มทรัพยากรธรรมชาติ 2,375 ลบ. โดย 1) โรงกลั่นใช้กำลังการกลั่นเพียง 81% จากอุปสงค์หดตัว ค่าการกลั่น (GRM) เหลือ 3.2 เหรียญ/บาร์เรลและรวมขาดทุนสต็อกทำให้ GRM ติดลบ -0.68 เหรียญ/บาร์เรล 2) ปริมาณขายน้ำมัน -17.0% y-y กลุ่มค้าปลีกหดตัวเพียง 2.0% จากการผ่อนคลายมาตรการเพิ่มขึ้น แต่กลุ่มอุตสาหกรรม -51% y-y จากปริมาณขายน้ำมันเครื่องบินลดลง แม้ค่าการตลาดเพิ่มเป็น 0.84 บาท/ลิตร แต่ค่าใช้จ่ายเพิ่ม ขึ้นทำให้ EBITDA -5.0%

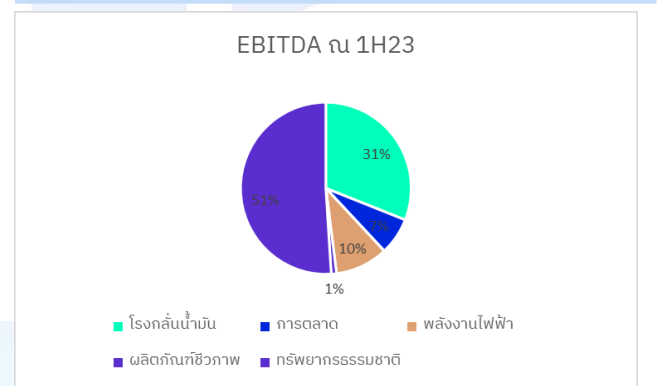
3) พลังงานไฟฟ้า EBITDA +676 ลบ. จากกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานน้ำที่ลาวเพิ่มขึ้นและรับรู้พลังงานลมในไทยเต็มปี 4) ผลิตภัณฑ์ชีวภาพ ปริมาณขาย B100 -16.0% ส่วนเอทานอล -2.0% y-y จากการเดินทางลด 5) ทรัพยากรธรรมชาติ EBITDA ลดลง 968 ลบ. รับรู้ขาดทุนจากเงินลงทุนในบ.ร่วม OKEA ตามราคาน้ำมันลดลงและตั้งด้วยค่าตามราคาน้ำมันลงและด้วยค่าสินทรัพย์จากเลื่อนผลิต

รูปที่ 2: โครงสร้างรายได้ตามกลุ่มสินค้า 1H23



ที่มา : Company report

รูปที่ 3: โครงสร้าง EBITDA 1H23



ที่มา : Company report

ปี 2021 พลิกกลับมากำไร 7,624 ลบ. จากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นทำให้มีกำไรสต็อกถึง 6,700 ลบ. แต่มีขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง 1,274 ลบ. อีกทั้งยังเปลี่ยนวิธีรับรู้การดำเนินงานของ OKEA จากส่วนได้เสียเป็นงบการเงินรวมตั้งแต่ 1 ก.ค. 2021 โดย 1) โรงกลั่นใช้กำลังการกลั่นเป็น 83.0% GRM 4.52 เหรียญหากรวมกำไรสต็อกอยู่ที่ 8.96 เหรียญ/บาร์เรล 2) การตลาดปริมาณขาย -6.0% y-y จากการระบาดระลอกทำให้รัฐเข้มงวด ส่วนค่าการตลาดเหลือ 0.72 บาทต่อลิตรจากราคาน้ำมันปรับเพิ่มขึ้นแต่ภาครัฐออกมาตรการตรึงราคาดีเซลทำให้ไม่สะท้อนกับต้นทุนที่แท้จริง 3) พลังงานไฟฟ้า EBITDA +553 ลบ. จากรับรู้รายได้เต็มปีโครงการในไทย และปริมาณการจำหน่ายไฟเพิ่มขึ้นทั้งในไทย ลาว และญี่ปุ่น รวมถึงส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น 4) ผลิตภัณฑ์ชีวภาพปริมาณขาย B100 -11.0% เอทานอล -3.0% y-y ยังได้รับผลจาก COVID-19

5) ทรัพยากรธรรมชาติ EBITDA 8,251 ลบ. เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนการบันทึกบัญชีจากบ.ร่วมเป็นบ.ย่อยตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. 2021 อีกทั้งได้ผลบวกจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัย

ปี 2022 กำไรยังเดินหน้าเพิ่มขึ้นเป็น 12,575 ลบ. ดีขึ้นจากทุกส่วนยกเว้นกลุ่มผลิตภัณฑ์ชีวภาพ 1) โรงกลั่น EBITDA เพิ่มขึ้นจาก GRM เพิ่มเป็น 14.33 เหรียญต่อบาร์เรลแต่รวมขาดทุนสต็อกจะเหลือ 11.87 เหรียญต่อบาร์เรล และการใช้กำลังการผลิตเป็น 102% 2) ธุรกิจการตลาด EBITDA เพิ่มขึ้นจากการตลาดเพิ่มเป็น 0.93 บาทต่อลิตร 3) ธุรกิจพลังงานไฟฟ้า EBITDA เพิ่มขึ้นจากปริมาณขายไฟเพิ่มขึ้นจากการ COD โรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่น และขายเงินลงทุน

4) ธุรกิจชีวภาพ EBITDA ลดลงมากจากธุรกิจเอทานอลกระทบจากราคาต้นทุนเพิ่ม ไบโอดีเซลปริมาณขายลดจากการปรับลด B7 เป็น B5 ตั้งแต่ ก.พ.-ก.ย. และปรับเป็น B7 ตั้งแต่ ค.ค. เป็นต้นไป 5) ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ EBITDA เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยจากราคาน้ำมันและก๊าซเพิ่มขึ้น อีกทั้งรับรู้ของ OKEA เข้ามาเต็มปี

รูปที่ 4 : กำไรสุทธิ 5 ปีที่ผ่านมา

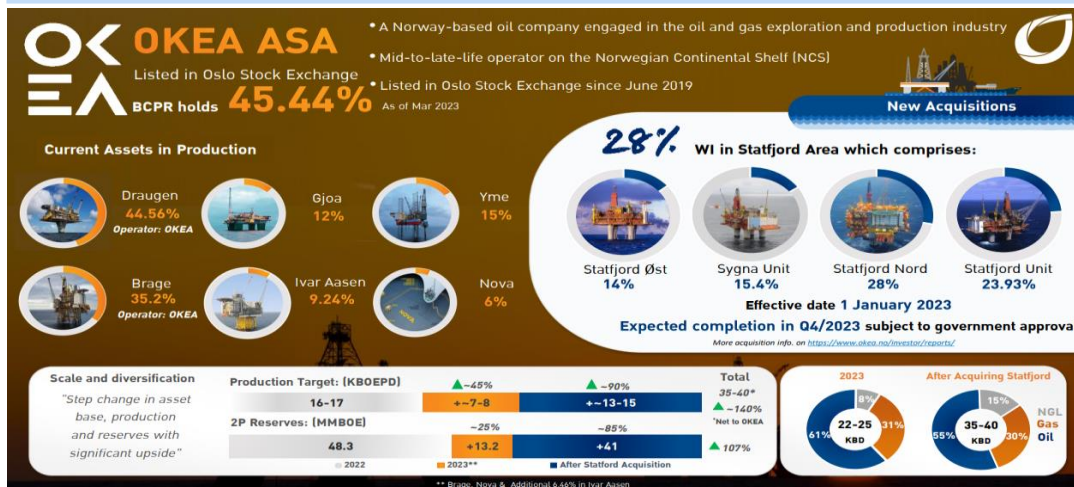
	2018	2019	2020	2021	2022
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	2,463	1,732	-6,967	7,624	12,575
GRM (เหรียญต่อบาร์เรล)	7.10	5.41	3.20	4.52	14.33
ราคาน้ำมันดิบดูไบ (เหรียญต่อบาร์เรล)	69.65	63.51	42.27	69.39	96.38
ปริมาณขายน้ำมัน (ล้านลิตร)	5,945	6,218	5,140	4,854	5,977
ค่าการตลาด (บาท/ลิตร)	0.78	0.75	0.72	0.88	0.93
ปริมาณขาย (KBOED)			15.87	15.84	16.25
ราคาขายน้ำมัน (เหรียญต่อบาร์เรล)			36.30	65.30	98.40
ราคาขายแก๊สธรรมชาติ (เหรียญ/mmbtu)			3.12	17.56	24.68

ที่มา : Company report & LIB Research

OKEA ศักยภาพเติบโต: เราคาดว่า OKEA เป็นธุรกิจที่ยังเติบโตจากปัจจุบันมีอยู่ 6 กลุ่มที่ดำเนินการผลิตอยู่ และต้นปีที่ผ่านมาได้ลงทุนซื้อขายแหล่งปิโตรเลียม Statfjord 28% จะทำให้ปริมาณการผลิตของ OKEA เพิ่มจาก 22-25 KBOED เป็น 35-40 KBOED

ผมหวังว่าปีนี้จะแล้วเสร็จใน 4Q23 ซึ่งจะช่วยเพิ่มการเติบโตของการดำเนินงานจาก OKEA ในปีถัดไป และมีส่วนเพิ่มหากสามารถหาแหล่งปิโตรเลียมใหม่ๆ การดำเนินงานในกลุ่มนี้มีปัจจัยที่อาจไม่เป็นดังคาดคือการตั้งสำรองมูลค่าสูงหากราคาน้ำมันปรับลง

รูปที่ 5: การลงทุนของ OKEA



ที่มา : Company report

ดีลใหญ่จากการซื้อ ESSO ช่วยเพิ่มมูลค่า บาท : บริษัทเข้าซื้อหุ้น ESSO กับ Exxon Mobil Asia Holdings ในสัดส่วน 65.99% เมื่อ 31 ส.ค. 2023 และต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นส่วนที่เหลือจากผู้ถือหุ้นรายอื่นตามกฎหมายการเข้าซื้อกิจการ ราคาเสนอซื้อที่ 9.8986 บาทต่อหุ้น ระหว่างวันที่ 8 ก.ย.-12 ต.ค. 2023 และหากไม่มีคนมาเสนอขายเพิ่มหลังการทำคำเสนอซื้อสิ้นสุดลง บริษัทจะไม่ซื้อเพิ่มเติม และจะรวมงบของ ESSO เข้ามาตั้งแต่ ก.ย. เป็นต้นไป

หลังการซื้อแล้วจะทำให้เป็นโรงกลั่นที่มีกำลังการผลิตติดตั้งใหญ่สุดที่ 294,000 บาร์เรลต่อวัน สถานะบริการน้ำมันเพิ่มเป็น 2,193 แห่งและมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มเป็น 30% ส่วนเงินกู้ที่ใช้จากการกู้ยืมและกระแสเงินสดของบริษัทซึ่งมีเพียงพอ แต่หากต้องซื้อครบ 100% ทำให้ D/E ไม่เกิน 1.3 เท่า ผบห. คาดการซื้อกิจการครั้งนี้จะช่วยเพิ่ม synergy ให้บริษัทราว 3,000 ลบ. จากการร่วมกันซื้อน้ำมันดิบ, product yield การขายสินค้าในกลุ่ม premium เพิ่มขึ้น เราคาดดีลดังกล่าวจะมีส่วนเพิ่มต่อประมาณการราว 5 บาทต่อหุ้น

รูปที่ 6 : การซื้อ ESSO ช่วยเพิ่ม



ที่มา : Company report & LIB Research

คาดการณ์ดำเนินงาน 2023 : เราคาดการณ์ดำเนินงานปี 2023 จะดีขึ้นจากธุรกิจที่หนักคือโรงกลั่น ทรัพยากรธรรมชาติ และพลังงานไฟฟ้า รวมถึงการรวมงบ ESSO เข้ามา โดยธุรกิจที่ดำเนินงานอยู่มีดังนี้

โรงกลั่น เราคาดการณ์ดำเนินงานกลุ่มโรงกลั่นจะดีขึ้นตาม GRM ที่ฟื้นตัวจากอุปทานตึงตัว และภายใต้การใช้กำลังการกลั่นเฉลี่ยที่ 120 KBD

ธุรกิจการตลาด เราคาดการณ์ดำเนินงานกลุ่มนี้อาจไม่ดีอย่างที่เคยคาด แม้ปริมาณขายในครึ่งปีหลังจะเพิ่มขึ้น 10% H-H ทั้งจากการขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูท่องเที่ยวและการรวมงบของ ESSO เข้ามาตั้งแต่เดือน ก.ย. เป็นต้นไป แต่ค่าการตลาดจะต่ำกว่าที่เคยคาด เราคาด 0.92 บาทต่อลิตร การเปิดสาขา ร้านกาแฟอินทนิล และสถานีบริการน้ำมัน

พลังงานไฟฟ้า เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจไฟฟ้าจะลดลง y-y จากอัตราค่าไฟฟ้าส่วนเพิ่ม (adder) ในไทยที่ทยอยสิ้นสุดลงซึ่งจะกระทบต่อกำไรเนื่องจากธุรกิจไฟฟ้าในไทยมีสัดส่วนราว 33% ของกำลังเมกะวัตต์ แต่การขยายการลงทุนโรงไฟฟ้าในสหรัฐ 4 โครงการ และการขายไฟจากลาวไปเวียดนามแล้วเสร็จ จะช่วยเพิ่มการเติบโตในอนาคต

ทรัพยากรธรรมชาติ คาดการณ์ดำเนินงานปีนี้จะเติบโตจากการเข้าลงทุนในแหล่งใหม่จะเริ่มรับรู้ปลายปีนี้ และเต็มปีในปีหน้า ส่วนราคาขายเฉลี่ยคาดลดลงตามราคาน้ำมันที่ลดลง

เราคาดว่ากำไรปี 2023 จะหดตัวจาก 3 ธุรกิจหลักที่มีผลต่อการดำเนินงานกำไรหดตัวลง y-y โดยกลุ่มโรงกลั่น GRM คาดลดลง y-y เหลือ 9.8 เหรียญต่อบาร์เรล ส่วนกลุ่มผลิตไฟฟ้า (BCPG) แม้จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบ. ในสหรัฐเข้ามา แต่จาก Adder ที่ทยอยสิ้นสุดลงคาดทำให้การดำเนินงานลดลง เช่นเดียวกับ OKEA ที่ได้รับผลกระทบจากราคาขายเฉลี่ยน้ำมันลดลง y-y

ส่วนกลุ่มการตลาดคาดการณ์ดำเนินงานลดลงเช่นกันจากการตลาดที่ลดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเหลือเพียง 8,873 ลบ. - 29.4% y-y

รูปที่ 7 : สมมติฐานสำคัญ

	2020	2021	2022	2023E	2024E
GRM (เหรียญต่อบาร์เรล)	3.20	4.52	14.33	9.80	5.43
ราคาน้ำมันดิบดูไบ (เหรียญต่อบาร์เรล)	42.27	69.39	96.38	82.00	82.00
ปริมาณขายน้ำมัน (ล้านลิตร)	5,140	4,854	5,977	7,412	10,776
ค่าการตลาด (บาท/ลิตร)	0.72	0.88	0.93	0.92	0.90
ปริมาณขาย (KBOED)	15.87	15.84	16.25	26.90	22.00
ราคาขายน้ำมัน (เหรียญต่อบาร์เรล)	36.30	65.30	98.40	78.80	80.56
ราคาขายแก๊สธรรมชาติ (เหรียญ/mmbtu)	3.12	17.56	24.68	18.30	15.00

ที่มา : Company report & LIB Research est.

รูปที่ 8 : การลงทุนของกลุ่ม BCP


ที่มา : Company report

ความเสี่ยงสำคัญ :

- เศรษฐกิจโลก และไทย ชะลอตัวส่งผลต่ออุปสงค์การใช้ น้ำมันให้ลดลงได้
- ความผันผวนของราคาน้ำมันส่งผลให้มีกำไร (ขาดทุน) จากสต็อก รวมถึงการตั้งด้อยค่าที่สูง
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐที่มีความเกี่ยวข้องกับพลังงานส่งผลกระทบต่อการทำงาน โดยค่าการตลาดที่เปลี่ยนแปลงทุก ๆ 0.05 บาทต่อลิตรส่งผลให้ราคาพื้นฐานเปลี่ยนแปลง 0.25 บาทต่อหุ้น

รูปที่ 9 : GRM ที่เปลี่ยนแปลงทุกๆ 1 เหรียญกระทบต่อกำไรและราคาเหมาะสม

GRM (เหรียญต่อบาร์เรล) กำไรสุทธิ (ลบ.) ราคาเหมาะสม (บาทต่อหุ้น)		
8.80	8,097	42.70
9.80	8,873	43.25
10.80	9,667	43.80
11.80	10,451	44.40

ที่มา : LIB Research est.

งบกำไรขาดทุน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	199,417	312,202	357,121	470,977
ต้นทุนขาย	175,744	265,934	317,376	432,918
กำไรขั้นต้น	23,673	46,269	39,745	38,059
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	7,153	9,204	11,834	12,365
EBITDA	24,676	41,985	40,919	39,608
รายได้อื่น	1,982	3,484	2,375	1,884
ส่วนแบ่งกำไร.ร่วม/กิจการร่วมค้า	1,042	188	398	823
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย	16,647	31,981	30,655	28,001
ดอกเบี้ยจ่าย	2,540	3,977	4,628	5,374
กำไรก่อนภาษี	14,107	28,004	26,028	22,627
ภาษีจ่าย	4,263	12,852	13,522	11,313
กำไรหลังภาษี	9,844	15,152	12,505	11,313
รายการพิเศษ	(9,079)	(9,276)	648	0
กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	9,844	15,152	12,505	11,313
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	2,221	2,577	3,633	3,960
กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน	7,623	12,575	8,873	7,354
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	3,306	16,404	14,542	13,538

ข้อมูลต่อหุ้น

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	5.54	9.13	6.44	5.34
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	2.40	11.91	10.56	9.83
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	2.00	2.25	1.55	1.30
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	31.61	38.32	43.26	46.91

งบแสดงฐานะการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	32,022	45,932	56,334	57,115
เงินลงทุนระยะสั้น	808	1,237	1,237	1,237
ลูกหนี้การค้า	15,234	22,199	24,460	32,259
สินค้าคงคลัง	18,497	29,533	30,433	41,513
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,812	12,449	24,998	28,259
สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	69,372	111,349	137,463	160,381
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	69,233	73,018	84,312	86,236
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	29,238	34,473	34,247	34,087
เงินลงทุน.ร่วม/กิจการร่วมค้า	13,670	1,852	10,420	10,721
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	13,599	17,297	24,998	28,259
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม	132,413	130,995	158,331	163,656
สินทรัพย์รวม	201,785	242,344	295,794	324,038
เงินกู้ระยะสั้น	1,257	1,101	17,856	18,368
เจ้าหนี้การค้า	15,651	28,948	26,955	36,768
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,734	8,172	10,714	14,129
หนี้สินหมุนเวียนรวม	34,105	47,852	61,998	76,768
เงินกู้ระยะยาว	21,883	16,489	34,016	36,913
หุ้นกู้	47,904	54,018	45,500	44,700
อื่นๆ	15,810	21,358	28,213	30,614
หนี้สินรวม	132,226	158,966	188,975	208,244
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	1,377	1,377	1,377	1,377
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	11,157	11,157	11,157	11,157
กำไรสะสม	30,992	40,229	47,036	52,052
ผู้มีส่วนได้เสียที่มีอำนาจควบคุม	16,092	20,674	37,307	41,267
ส่วนผู้ถือหุ้นรวม	69,559	83,378	106,818	115,793

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., * อิงราคาปิดล่าสุด

งบกระแสเงินสด

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	9,844	15,152	12,505	11,313
ค่าเสื่อมราคา	8,075	10,004	10,264	11,607
การเปลี่ยนแปลงหมุนเวียน	(8,103)	(15,169)	(15,163)	(8,909)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	17,245	29,908	7,210	13,189
อื่นๆ				
เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	16,980	19,443	7,210	13,189
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินลงทุนจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(12,596)	(11,833)	(29,594)	(13,370)
เงินสดสุทธิจากการลงทุน	(5,840)	(962)	(24,203)	(16,109)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	1,655	111	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	(12,405)	2,047	22,606	3,639
เงินปันผล	(2,672)	(4,261)	(2,065)	(2,338)
เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน	(1,019)	(5,146)	27,395	3,701
เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ	10,121	13,335	10,402	781
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	249	575	0	0
เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด	32,021	45,931	56,334	57,115

อัตราส่วนทางการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	11.87	14.82	11.13	8.08
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	3.59	2.95	3.31	2.63
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (%)	8.28	11.87	7.82	5.46
อัตรากำไรก่อนรายการพิเศษ (%)	1.66	5.25	4.07	2.87
อัตรากำไรสุทธิ (%)	3.82	4.03	2.48	1.56
ROE (%)	10.96	15.08	8.31	6.35
ROA (%)	3.78	5.19	3.00	2.27
วงจรเงินสด (วัน)	33.3	26.4	28.6	28.6
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	1.9	1.9	1.8	1.8
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	0.2	0.1	0.2	0.2
อัตรากำไรจ่ายเป็นเงินปันผล (%) *	4.85	5.45	3.75	3.16

อัตราการเติบโต

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	46.15	56.56	14.39	31.88
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	0.17	28.67	28.58	4.49
EBITDA	1,754.31	70.15	-2.54	-3.20
EBIT	-408.88	92.12	-4.15	-8.66
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	-657.64	396.16	-11.35	-6.90
กำไรสุทธิ	-209.42	64.96	-29.44	-17.12

สมมติฐานสำคัญ

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
GRM (เหรียญต่อบาร์ิเสลา)	4.52	14.33	9.80	5.43
ราคาน้ำมันดิบดูไบ (เหรียญต่อบาร์ิเสลา)	69.39	96.38	82.00	82.00
ปริมาณขายน้ำมัน (ล้านลิตร)	4,854	5,977	7,412	10,776
ค่าการตลาด (บาท/ลิตร)	0.88	0.93	0.92	0.90
ปริมาณขาย (KBOED)	15.84	16.25	26.90	22.00
ราคาขายน้ำมัน (เหรียญต่อบาร์ิเสลา)	65.30	98.40	78.80	80.56
ราคาขายแก๊สธรรมชาติ (เหรียญ/mmbtu)	17.56	24.68	18.30	15.00

Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าที่กล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิเบอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

