

**บมจ. บางจากปิโตรเลียม (BCP-DR1)**
**ใหม่ :** ช้อกึ่งกำไร

**เดิม :** ช้อกึ่งกำไร

**กลุ่มพลังงาน**
**ผลกำไรไตรมาส 2/47 ดีกว่าคาดจากการบันทึกกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก**

**ราคา** 14.90 บาท  
**ราคาเป้าหมาย** 21.00 บาท

บมจ. บางจากปิโตรเลียม (BCP-DR1) ประกาศผลการดำเนินงาน ไตรมาส 2/47 ออกมามีกำไรสุทธิ 648 ล้านบาท คิดเป็นกำไรต่อหุ้น 0.86 บาท พลิกจากขาดทุนมหาศาลจำนวน 913 ล้านบาทในไตรมาส 2/46 ซึ่งเป็นไตรมาสที่ราคาน้ำมันในตลาดโลกเป็นขาลงหลังจบสงครามตะวันออกกลาง ทำให้บริษัทมีขาดทุนสต็อกน้ำมันเป็นจำนวนมากในไตรมาสนั้น อัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น, ภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างทางการเงิน, ค่าการกลั่น (GRM) ที่เพิ่มสูงขึ้นและผลกำไรจากสต็อกน้ำมันเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยผลักดันผลกำไรให้กับบริษัทในไตรมาสนี้

รายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้นสูงถึง 25% yoy เป็น 18,482 ล้านบาท เนื่องจากปริมาณการกลั่นน้ำมันที่เพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 85,000 บาร์เรล/วัน ในไตรมาสนี้ เพิ่มขึ้นประมาณ 18% yoy แต่ลดลงเล็กน้อยจากไตรมาสแรก ที่มีปริมาณการกลั่นอยู่ที่ 95,700 บาร์เรล/วัน เนื่องจากบริษัทได้มีการปิดโรงกลั่นหน่วยกลั่นที่ 2 จำนวนประมาณ 25 วัน เพื่อซ่อมบำรุงโรงกลั่นตามปกติ นอกจากนี้แล้วราคาขายผลิตภัณฑ์ของโรงกลั่นที่เพิ่มสูงขึ้นตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่พุ่งสูงสุดในรอบ 21 ปี ก็เป็นอีกหนึ่งปัจจัยสนับสนุนรายได้ของบริษัทอีกด้วย

ต้นทุนขายของบริษัทเพิ่มขึ้น 12% yoy ตามปริมาณการกลั่นน้ำมันที่สูงขึ้น ในขณะที่ค่าการกลั่น (ไม่รวมกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน) ก็ปรับตัวดีขึ้นเป็น 1.99 เหรียญ/บาร์เรล จากช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีค่าการกลั่นอยู่ที่ 1.85 เหรียญ/บาร์เรล ซึ่งเป็นผลมาจากปริมาณความต้องการใช้น้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและแผนการปรับปรุงประสิทธิภาพรวมถึงการลดต้นทุนของบริษัทเป็นหลัก ค่าการกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปก็ดีขึ้นจาก 0.40 บาท/ลิตรในปีก่อน เป็น 0.44 บาท/ลิตรในปีนี้ จากผลดังกล่าวทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทพลิกจากติดลบ 2.5% ในไตรมาส 2/46 มาเป็นบวก 7.6% ในไตรมาส 2/47 นี้

นักวิเคราะห์: กิติชานู ศิริสุขอาชา  
Tel : 0-2658-6300 Ext. 1570  
Kitichan.s@kimeng.co.th

**BCP income statement**

Income statement (Bt mn)	2Q04	1Q04	QOQ	2Q03	YOY	1H04	FY04F	%
Sales	18,482	18,651	(1%)	14,827	25%	37,132	72,252	51%
COGS	17,084	17,288	(1%)	15,204	12%	34,372	68,446	50%
Gross profit	1,398	1,363	3%	(376)	N.A.	2,761	3,806	73%
Gross margin (%)	7.6%	7.3%	N.A.	-2.5%	N.A.	7.4%	5.3%	N.A.
SG&A	400	390	2%	327	22%	790	1,806	44%
EBITDA	1,138	1,125	1%	(495)	N.A.	2,263	2,470	92%
EBITDA margin (%)	6.2%	6.0%	N.A.	-3.3%	N.A.	6.1%	3.4%	N.A.
Interest expense	183	243	(25%)	276	(34%)	425	819	52%
Net profit before extra items	773	698	11%	(1,039)	N.A.	1,471	964	153%
Stock gain/(loss)	577	397	45%	(770)	N.A.	974	0	N.A.
Net profit before stock gain/(loss)	196	301	(35%)	(269)	N.A.	497	964	52%
Extraordinary gain (loss)								
- Forex gain (loss)	(106)	33	N.A.	54	N.A.	(74)	0	N.A.
- Other (loss)	(18)	(84)	N.A.	71	N.A.	(102)	0	N.A.
Net profit	648	647	0%	(913)	N.A.	1,295	964	134%
EPS (Bt) before extra items	1.03	1.03	(0%)	(1.99)	N.A.	2.05	1.71	120%
EPS (Bt)	0.86	0.95	(10%)	(1.7)	N.A.	1.81	1.71	106%

Source : BCP and KELIVE Research estimate

ในไตรมาส 2/47 นี้บริษัทได้มีการบันทึกกำไรจากสต็อกน้ำมันสูงถึง 577 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 45% qoq และพลิกจากขาดทุนสต็อกน้ำมันจำนวนมหาศาลถึง 770 ล้านบาทในไตรมาส 2/46 ซึ่งเป็นผลมาจากบริษัทมีการเก็บสต็อกน้ำมันดิบไว้จำนวนประมาณ 5 ล้านบาร์เรล ในช่วงสิ้นไตรมาส 1/47 ที่ราคาน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยอยู่ประมาณ 32-33 เหรียญ/บาร์เรล โดยราคาน้ำมันดิบเมื่อสิ้นสุดไตรมาส 2/47 อยู่ที่ระดับประมาณ 33-34 เหรียญ/บาร์เรล ดังนั้นบริษัทจึงมีกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากในไตรมาสนี้ อย่างไรก็ตาม ในทางกลับกันหาราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกลดลงอย่างรวดเร็วก็อาจส่งผลให้บริษัทจะมีผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันได้ในช่วงครึ่งปีหลังได้

#### BCP 's normalized EBITDA (Bt mn)

	2Q04	1Q04	QOQ	2Q03	YOY	1H04	1H03	YOY
EBITDA	1,003	1,065	-5.8%	(391)	N.A.	2,068	549	277%
Stock gain/(loss)	577	397	45.3%	(770)	N.A.	974	(252)	N.A.
Adjusted EBITDA	426	668	-36.2%	379	12%	1,094	801	37%

Source : BCP and KELIVE Research estimate

หากพิจารณากำไรที่เป็นเงินสด (EBITDA) ของบริษัท โดยไม่รวมผลกระทบจากสต็อกน้ำมัน ( Adjusted EBITDA) จะเห็นได้ว่า บริษัทสามารถทำ Adjusted EBITDA ได้สูงถึง 1,094 ล้านบาทในช่วงครึ่งปีแรก คิดเป็นประมาณ 44% ของประมาณการ Adjusted EBITDA ทั้งปีของเรา ในขณะที่กำไรปกติก่อนผลกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่บริษัททำได้ในครึ่งปีแรกจำนวน 497 ล้านบาทก็คิดเป็นประมาณ 52% ของคาดการณ์ผลกำไรปกติของบริษัททั้งปีที่เรำทำไว้ที่ 964 ล้านบาท ดังนั้นเราจึงยังไม่ปรับประมาณการผลกำไรปกติของเราเพิ่มขึ้น แม้ว่ากำไรสุทธิของบริษัทในครึ่งปีแรกจะคิดเป็น 134% ของกำไรสุทธิ (ไม่รวมผลกระทบจากสต็อกน้ำมัน) ที่เรำคาดการณ์ไว้ เนื่องจากกำไรในครึ่งปีแรกมาจากกำไรสต็อกน้ำมันสูงถึง 974 ล้านบาทหรือประมาณ 75% ของกำไรสุทธิที่รายงานในครึ่งปีแรก

ราคาหุ้นในปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ PER 8.7 เท่า มี Upside อยู่ 41% จากราคาที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของเราที่ 21 บาทตามวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) แม้ว่าราคาหุ้นจะค่อนข้างถูกอยู่มากเมื่อเทียบกับราคาตามปัจจัยพื้นฐานที่บวกการฟื้นตัวของธุรกิจของบริษัท แต่ความชัดเจนในเรื่องที่ทางรัฐบาลจะเจรจากับ โรงกลั่นน้ำมัน เพื่อลดภาระของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงจากการตรึงราคาที่ผ่านมา โดยใช้วิธีปรับสูตรราคาหน้าโรงกลั่นใหม่ เพื่อลดค่าการกลั่นลง โดยที่ปัจจุบันราคาน้ำมันหน้าโรงกลั่น จะอ้างอิงราคาตลาดสิงคโปร์ บวกค่าขนส่งและประกันภัย ซึ่งเป็นสูตรราคาแบบลอยตัวแต่ในความเป็นจริงค่าสุดไทยไม่ต้องนำเข้าน้ำมันจากสิงคโปร์ ดังนั้นรัฐบาลจะเสนอให้ตัดค่าขนส่งและค่าประกันภัย รวมประมาณ 1 เหรียญ/บาร์เรล ออกจากสูตรราคาจำหน่ายหน้าโรงกลั่น ซึ่งก็จะส่งผลกระทบต่อค่าการกลั่นโดยนัย เราจึงคงคำแนะนำเพียง **ซื้อ**ถึงกำไร จนกว่าที่ความชัดเจนในเรื่องดังกล่าวจะปรากฏ

#### Earnings summary

	2000	2001	2002	2003	2004F	2005F
Sales (Btmn)	52,118	48,483	51,804	61,930	72,252	73,726
EBITDA (Btmn)	1,306	(559)	2,888	1,354	2,470	2,813
Normalised earnings (Btmn)	(1,084)	(2,972)	519	(418)	964	1,368
Earnings (Btmn)	(1,582)	(2,987)	534	(1,298)	964	1,368
EPS (Bt)	(3.03)	(5.72)	1.02	(2.49)	1.71	2.43
PER (x)	N.A.	N.A.	14.6	N.A.	8.7	6.1
EV/EBITDA (x)	18.0	(44.6)	8.2	16.4	9.7	7.9
Free cash flow (Btmn)	(3,841)	993	37	2,386	(1,980)	2,233
CF/share (Bt)	(6.8)	0.1	0.6	5.1	(4.1)	3.4
BVPS (Bt)	11.1	4.7	8.8	5.9	12.1	14.6
P/BV (x)	1.3	3.2	1.7	2.5	1.2	1.0
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend yield (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net debt/equity (x)	2.7	7.1	3.5	4.7	2.3	1.7
ROA (%)	-5%	-11%	2%	-5%	3%	5%
ROE (%)	-23%	-73%	15%	-34%	19%	18%

### สาขากรุงเทพฯ

#### สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอร์คิวรี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10  
540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี  
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร 0-2658-6300  
โทรสาร 0-2658-6301

#### สาขาพาหุรัด

125 อาคารดิเอสเคอิมพลาซ่า ชั้น 3 ถนน  
พาหุรัด แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร  
กรุงเทพฯ 10200  
โทร 0-2225-0242  
โทรสาร 0-2225-0523

#### สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารดิเอ็มโพเรียม ชั้น 14  
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย  
กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2664-9800  
โทรสาร 0-2664-9811

#### สาขาเยาวราช

215 อาคารแกรนด์ไชน่า ชั้น 4  
ถนนเยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์  
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100  
โทร 0-2622-9412  
โทรสาร 0-2622-9383

#### สาขาทวนีออนทาวน์

1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปิ่นมิตร)  
ถนนศรีวิภา แขวงวังทองหลาง  
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310  
โทร 0-2935-6111  
โทรสาร 0-2935-6070

#### สาขานครราชสีมา 1

154/1 อาคารราชสีมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3  
ห้อง 3B ถนนมนัส อำเภอเมือง  
จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 269-400  
โทรสาร (044) 269-410

#### สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนพาสเตอร์  
ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี  
จังหวัดชลบุรี 20000  
โทร (038) 792-479  
โทรสาร (038) 792-493

#### สาขาสุมทรวงคราม

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.  
แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000  
โทร. (034) 724-062 ถึง 67  
โทรสาร (034)-724-068

#### สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารราชนิเวศพลาซ่า  
ถนนหลวงพ่อดำคลอง ตำบลตลาดใหญ่  
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000  
โทร (076) 355-730-6  
โทรสาร (076) 355-737

#### สาขาโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25  
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย  
เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2665-7000  
โทรสาร 0-2665-7050

#### สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพลินทาวเวอร์ ชั้น 3  
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ  
อำเภอเมืองสมุทรปราการ  
จังหวัดสมุทรปราการ 10270  
โทร 0-2758-7003  
โทรสาร 0-2758-7248

#### สาขาทีวีเจอร์ พาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ทีวีเจอร์ พาร์ค รังสิต ห้อง 118  
ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ปะราชา  
ธัญบุรี อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130  
โทร 0-2958-0591  
โทรสาร 0-2958-0590

#### สาขารัตนบุรี

52 อาคารธนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม แขวงสุริ  
ยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2349-50

#### สาขาค้างจังหวัด

##### สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3  
ถนนวิภาวดี ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-000  
โทรสาร (053) 284-019

##### สาขานครราชสีมา 2

อาคารสำนักงานชั้น 7 เดอะมอลล์นครราชสีมา  
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 288-455  
โทรสาร (044) 288-466

#### สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสามพันสี่ ชั้น 2  
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน  
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 20110  
โทร (038) 862-022-9  
โทรสาร (038) 862-043

#### สาขาหาดใหญ่ 1

1,3,5 ถนนคูคูทิส 3  
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่  
จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 346-400  
โทรสาร (074) 239-509

#### สาขาอุไรประเทศ

44/4 อาคารราชพัสดุ ถนนบำรุงราษฎร์  
ตำบลอุไรประเทศ อำเภออุไรประเทศ  
จังหวัดสระแก้ว 27120  
โทร (037) 226-347-8  
โทรสาร (037) 226-346

#### สาขาญาติ

56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1  
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

#### สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์  
วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน  
อำเภอเมืองนนทบุรี  
จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทร 0-2550-0577  
โทรสาร 0-2550-0566

#### สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น  
14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล เขต  
ธนบุรี กรุงเทพฯ 10600  
โทร 0-2876-6500  
โทรสาร 0-2876-6531

#### สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302  
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์  
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700  
โทร 0-2884-9847  
โทรสาร 0-2884-6920

#### สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนมทิลด ตำบลหายยา  
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-138  
โทรสาร (053) 284-138

#### สาขาสุรินทร์

137/7 ถนนศรีรัฐ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง  
สุรินทร์ จังหวัดสุรินทร์ 32000  
โทร (044) 519-370  
โทรสาร (044) 519-476

#### สาขาจันทบุรี

203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย  
ถนนขวาง ตำบลตลาด อำเภอเมืองจันทบุรี  
จังหวัดจันทบุรี 22000  
โทร (039) 346-626-30  
โทรสาร (039) 346-631

#### สาขาหาดใหญ่ 2

29 ชั้น 6 อาคารสิการ์เดินพลาซ่า  
ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่  
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 247-199  
โทรสาร (074) 247-701

#### สาขายะลา

18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง  
อำเภอเมือง จังหวัดยะลา 95000  
โทร (073) 255-493-7  
โทรสาร (073) 255-498

#### สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1008  
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต  
ประเวศ กรุงเทพฯ 10260  
โทร 0-2721-9949  
โทรสาร 0-2721-8320

#### สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น  
ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-  
905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว เขต  
จตุจักร กรุงเทพฯ 10900  
โทร 0-2541-1411  
โทรสาร 0-2541-1108

#### สาขางาเกรา

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนน  
เพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค  
กรุงเทพฯ 10160  
โทร 0-2804-4235  
โทรสาร 0-2804-4251

#### สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C  
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2636-7550-6  
โทรสาร 0-2636-7565

#### สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนนครศรี ตำบลสุโขทัย อำเภอเมือง  
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100  
โทร (054) 319-211  
โทรสาร (054) 319-216

#### สาขาอุบลราชธานี

187-189 ถนนอุปราชา ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี 34000  
โทร (045) 265-631  
โทรสาร (045) 265-631

#### สาขาสุมทรวงคราม

930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1  
ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร  
จังหวัดสมุทรสาคร 74000  
โทร (034) 811-377  
โทรสาร (034) 811-383

#### สาขาสุราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม  
ตำบลชะเมาเตย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี  
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000  
โทร (077) 205-460  
โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบด้วยทัศนยะส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมิได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือขึ้นการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาของคณในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด