

HOLD (From: BUY)

TP: Bt 39.00

(From: Bt 37.00)

Change in Recommendation

Upside : 3.3%

16 JANUARY 2023

Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

ราคาหุ้นสะท้อนมูลค่าเพิ่มแล้ว

เราปรับลดคำแนะนำ BCP เป็น “ถือ” หลังราคาหุ้นปรับตัวขึ้นตามข่าวแผนการเข้าซื้อกิจการ ESSO ของบริษัทฯ เราประเมินมูลค่าหลังการซื้อกิจการของ BCP ที่ 39 บาท ซึ่งมี upside จำกัด และมี downside อย่างมากหากข้อตกลงไม่ประสบความสำเร็จ



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th



Thanachart Securities

เข้าซื้อหุ้น ESSO ในสัดส่วน 66%

BCP มีแผนที่จะซื้อหุ้น ESSO ในสัดส่วน 65.99% จาก ExxonMobil Asia Holding ใน 2H23 พร้อมกับการทำค่าเสนอซื้อหุ้นที่เหลือในภายหลังซึ่งจะทำให้ BCP เป็นโรงกลั่นน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยที่กำลังการผลิต 294kbd และเป็นผู้ดำเนินการสถานีบริการน้ำมันที่ใหญ่เป็นอันดับสองด้วยมีสถานีบริการกว่า 2,100 แห่ง เรามองว่าข้อตกลงดังกล่าวเป็นผลดีต่อ BCP ในแง่ของราคาเข้าซื้อกิจการอยู่ในระดับที่น่าสนใจ แม้ว่าเราไม่คิดว่าโรงกลั่นเป็นธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนสูง แต่การซื้อกิจการน่าจะสร้าง synergies ให้บ้าง เนื่องจากทั้งสองบริษัทดำเนินการธุรกิจเดียวกัน และสินทรัพย์ของ ESSO ยังคงถูกใช้ประโยชน์ได้ไม่เต็มที่ทั้งธุรกิจโรงกลั่นและสถานีบริการน้ำมัน BCP ประเมิน synergy value ที่ 1.5-2.0 พันลบ. ต่อปี หรือ 1.1-1.5 บาทต่อหุ้น BCP

ราคาเข้าซื้อต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน

ราคาเข้าซื้อ ESSO เบื้องต้นของ BCP อยู่ที่ 8.8 บาท/หุ้น ซึ่งจะถูปรับสำหรับผลการดำเนินงาน 1H23 เราประเมินมูลค่า ESSO ที่ 12 บาท/หุ้น จากวิธี DCF โดยใช้ปีฐานปี 2023F (ดูบทวิเคราะห์ ESSO – “ราคาเข้าซื้อกิจการค่าไป” วันที่ 16 ม.ค. 2023) ที่ EV/EBITDA เฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มที่ 5.6 เท่า สำหรับธุรกิจโรงกลั่น และ 9 เท่า สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน เราคาดว่า ESSO มีมูลค่าที่ 14.1 บาท ภายใต้ราคาเป้าหมายของเราสำหรับ ESSO ที่ 12.0 บาท เทียบกับราคาเสนอซื้อเบื้องต้นที่ 8.8 บาท BCP จะได้รับมูลค่าเพิ่มทันทีที่ 3.2 บาทต่อหุ้น ESSO หรือ 5.2 บาทต่อหุ้น BCP (สมมติ BCP ซื้อหุ้น 66% ใน ESSO)

มูลค่าของ BCP

เรารวมการเข้าซื้อกิจการในประมาณการของเรา และปัจจุบันคาดว่ากำไรของ BCP จะเพิ่มขึ้น 5/50% ในปี 2023-24F โดยสมมติว่าข้อตกลงนี้แล้วเสร็จใน 3Q23F โดยถือหุ้น ESSO ในสัดส่วน 66% BCP ซื้อขายที่ PE หลังการซื้อกิจการที่ 7.3/6.4 เท่า ในปี 2023-24F ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงกลั่นที่ 6.7 เท่า เราปรับราคาเป้าหมาย DCF ของ BCP ปีฐาน 2023F ขึ้นเป็น 39 บาท (จาก 37 บาท) ราคาเป้าหมายใหม่สะท้อน 1) มูลค่าเพิ่มดังกล่าวข้างต้นที่ 5.2 บาท/หุ้น 2) มูลค่า synergy โดยประมาณที่ 1.5 พันลบ. ต่อปี หรือ 1.1 บาท/หุ้น 3) ราคาเป้าหมายก่อนซื้อกิจการของ BCP ที่ลดลง 4 บาท/หุ้น จาก 37 บาท เป็น 33 บาท ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับลดกำไรจากสมมติฐานค่าการกลั่นที่มีตระวังมากขึ้นของเรา (Exhibit 12)

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

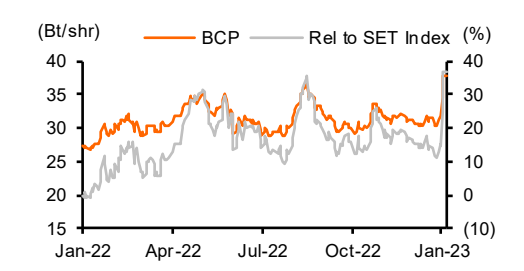
เราปรับลดคำแนะนำ BCP เป็น “ถือ” (จาก ซื้อ) หลังราคาหุ้นพุ่งขึ้น 18% จากข่าวการซื้อกิจการ เราเห็น upside เหลืออยู่เพียง 3% ภายใต้กรณีการเข้าซื้อกิจการสำเร็จ ขณะที่หากข้อตกลงไม่ผ่าน ราคาเป้าหมายจะลดลงเหลือ 33 บาท นอกจากนี้ แม้ BCP จะมั่นใจว่าไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนเพื่อนำมาเป็นเงินทุนสำหรับดีลนี้ แต่เรามองว่างบดุลหลังเข้าซื้อกิจการของบริษัทฯ ค่อนข้างตึงตัวที่ 1.5-1.7 เท่า เทียบกับ 0.6 เท่า ใน 3Q22 และระดับ covenant ที่ 2.0 เท่า เรามองว่านี่เป็นระดับที่ตึงไปด้วยทำให้มีเบาะรองรับที่ต่ำไปสำหรับธุรกิจของ BCP ที่มีความผันผวนสูง

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	199,417	249,634	278,249	250,860
Net profit	7,624	15,770	7,079	7,567
Consensus NP	—	14,471	7,333	6,190
Diff frm cons (%)	—	9.0	(3.5)	22.2
Norm profit	4,592	14,281	7,079	8,062
Prev. Norm profit	—	13,279	6,741	5,372
Chg frm prev (%)	—	7.5	5.0	50.1
Norm EPS (Bt)	3.3	10.4	5.1	5.9
Norm EPS grw (%)	na	211.0	(50.4)	13.9
Norm PE (x)	11.3	3.6	7.3	6.4
EV/EBITDA (x)	4.7	2.9	5.3	5.9
P/BV (x)	1.0	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	5.3	4.8	4.1	4.4
ROE (%)	9.2	23.8	10.3	10.9
Net D/E (%)	68.5	80.8	133.4	112.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

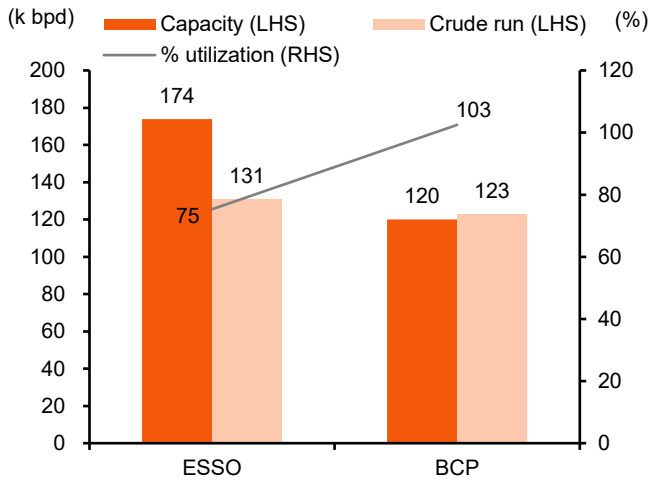
Price as of 16-Jan-23 (Bt)	37.75
Market Cap (US\$ m)	1,576.2
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.2
12M Price H/L (Bt)	37.75/26.75
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

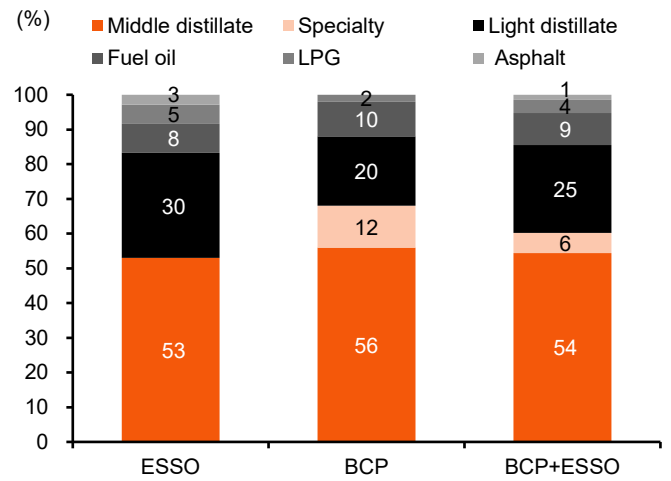
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Refining Capacity



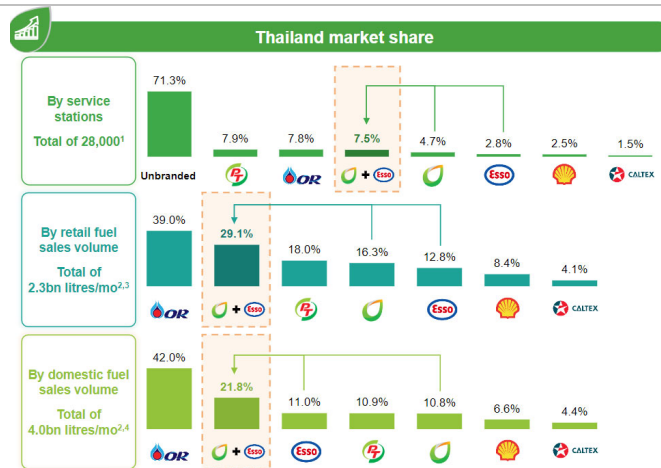
Source: Company data

Ex 2: Refinery Yield



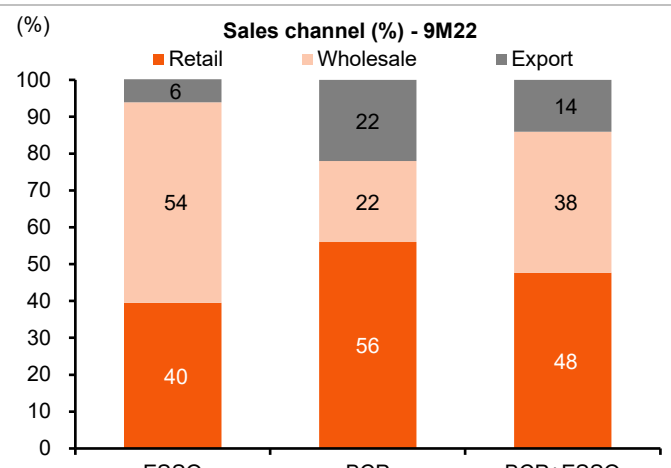
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Petrol Station Market Share



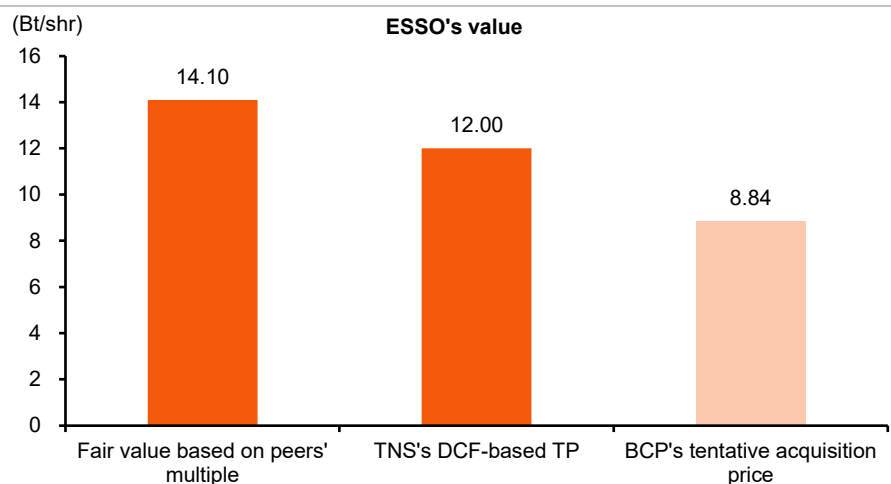
Source: Company data

Ex 4: Sales Volume By Destination



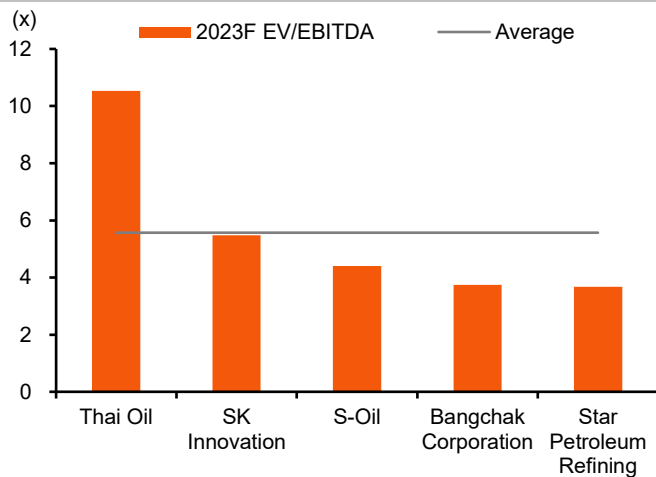
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: ESSO's Fair Value Vs. BCP's Acquisition Price



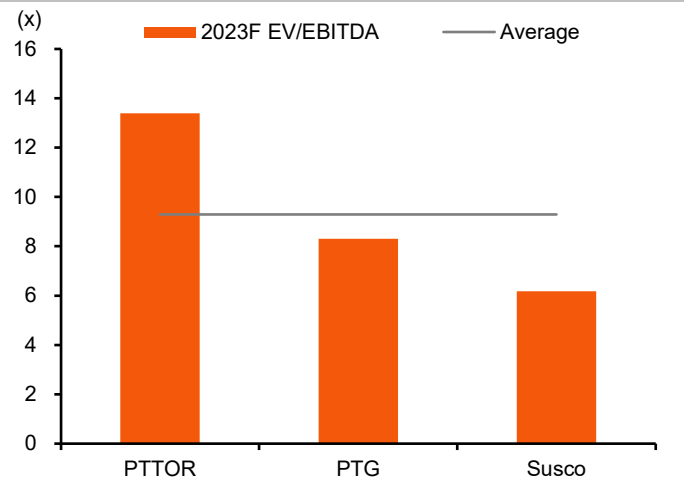
Sources: Thanachart estimates

Ex 6: Refinery Peers' EV/EBITDA (2023F)



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Petrol Stations Peers' EV/EBITDA (2023F)



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Sensitivity Of Incremental Value To BCP At Different ESSO Fair Values

	ESSO fair value (Bt/share)	Implied 2023F PE (x)	Implied 2023F P/BV (x)	Estimated incremental value to BCP (Bt m)		Estimated incremental value to BCP per share	
				% stake in ESSO		% stake in ESSO	
				100%	66%	100%	66%
TNS base case	8.8	5.8	1.1				
	9.0	5.9	1.1	541	357	0.4	0.3
	10.0	6.6	1.2	4,002	2,641	2.9	1.9
	11.0	7.3	1.3	7,463	4,925	5.4	3.6
	12.0	7.9	1.4	10,924	7,209	7.9	5.2
	13.0	8.6	1.6	14,385	9,493	10.4	6.9
	14.0	9.2	1.7	17,846	11,777	13.0	8.6
	15.0	9.9	1.8	21,307	14,060	15.5	10.2

Source: Thanachart estimates

Ex 9: Estimated Proforma P&L For BCP Post Acquisition

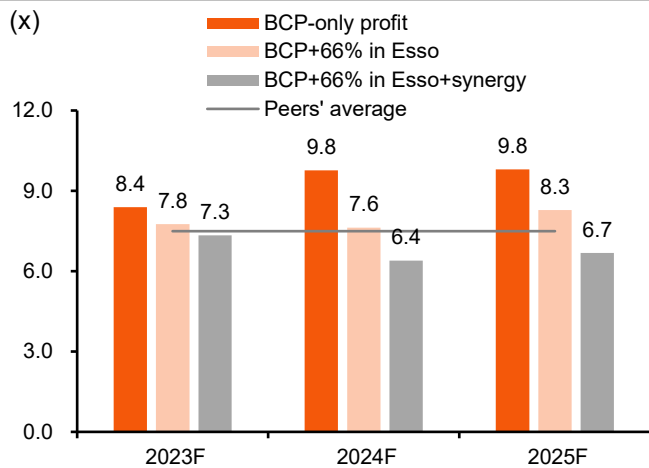
Proforma P&L	2022F	2023F	2024F	2025F
BCP profit	15,770	6,315	5,791	4,941
ESSO's profit (100% stake)	10,273	1,144	3,776	4,247
ESSO's profit (66% stake)	6,780	755	2,492	2,803
Interest expense	(1,465)	(366)	(1,465)	(1,465)
BCP's proforma profit	21,085	6,704*	6,817	6,278
% change	34	6	18	27
Synergy		375	750	1,500
BCP's proforma profit with synergy value	21,085	7,079	7,567	7,778
% change	34	12	31	57

Sources: Thanachart estimates

*We assume the deal is closed 3Q23F and profit realized in 4Q23F

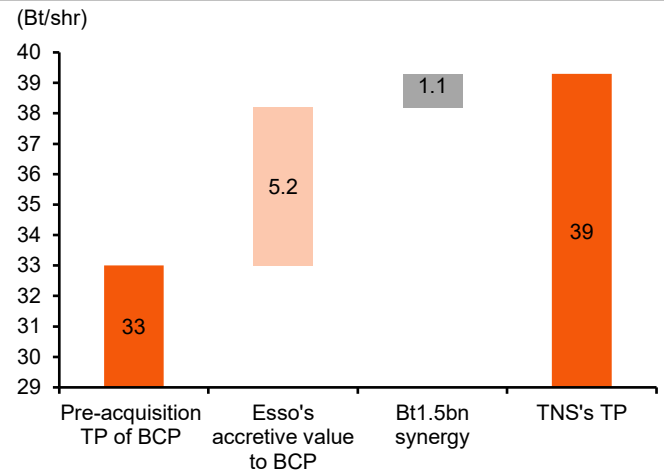
Note: We assume BCP's stake in ESSO is at 66%.

Ex 10: BCP's PE



Sources: Thanachart estimates

Ex 11: TNS's BCP TP Breakdown

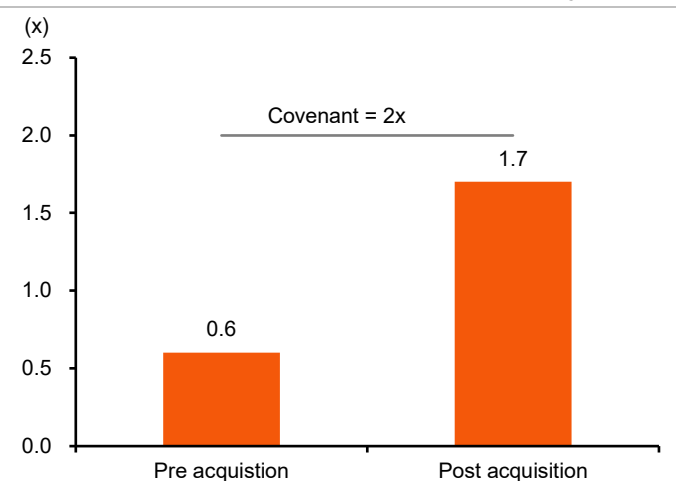


Sources: Thanachart estimates

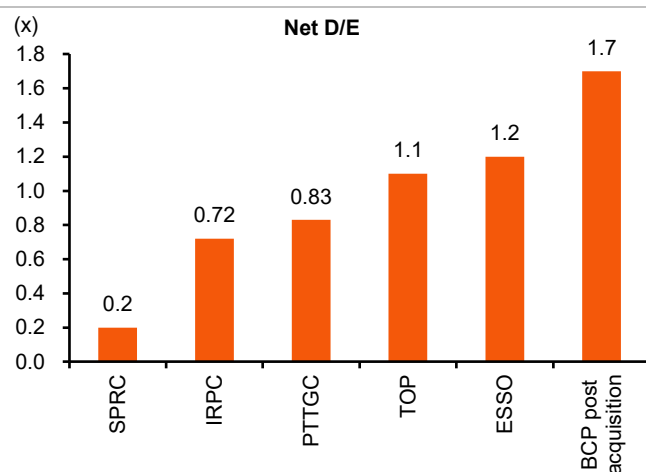
Ex 12: Our Profit Revisions For BCP

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Reported profit (Bt m)							
- New	1,731.6	(6,967.1)	7,623.8	15,770	7,079	7,567	7,778
- Old				14,769	6,741	4,877	na
- Change (%)				6.8	5.0	55.2	na
Norm profit (Bt m)							
- New	1,138	(4,450)	4,592	14,281	7,079	8,062	8,258
- Old				13,279	6,741	5,372	na
- Change (%)				7.5	5.0	50.1	na
Market GRM (US\$/bbl)							
- New	5.4	3.2	4.2	13.7	7.6	6.7	5.9
- Old				13.7	8.2	7.3	na
- Change (%)				0%	-7%	-8%	na

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: BCP's Net D/E Ratio Will Rise Substantially

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: BCP's Net D/E Vs. Peers' (2023F)

Sources: Thanachart estimates

Ex 15: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA	33,248	27,603	25,918	26,107	27,044	26,907	25,975	25,550	26,248	26,393	26,543	
Free cash flow *	(27,267)	10,913	9,687	10,778	13,345	9,913	10,810	12,236	9,525	11,370	11,574	214,257
PV of free cash flow *	(25,581)	9,602	7,894	8,204	9,488	6,582	6,704	7,088	4,963	5,509	5,216	96,566
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	142,237											
Net debt (2022F)	69,470											
Minority interest	19,394											
Equity value	53,372											
# of shares (m)	1,377											
Equity value/share (Bt)	39											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Excluding solar farm cash flows; our TP is rounded up

Valuation Comparison

Ex 16: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
PetroChina	857 HK	China	52.8	(12.7)	5.0	5.8	0.5	0.5	2.9	2.9	9.1	7.7	10.6	8.6
Sinopec	386 HK	China	(0.8)	(2.2)	6.8	6.9	0.6	0.6	3.5	3.5	9.3	9.0	9.1	8.6
Average			26.0	(7.5)	5.9	6.4	0.6	0.5	3.2	3.2	9.2	8.4	9.8	8.6
SK Innovation	096770	S.Korea	na	(24.1)	5.8	7.6	0.7	0.6	4.4	5.7	2.5	2.1	13.3	8.6
S-Oil	010950	S.Korea	58.4	(30.0)	4.2	5.9	1.1	1.0	3.2	4.8	7.7	5.4	29.7	18.5
Average			58.4	(27.0)	5.0	6.8	0.9	0.8	3.8	5.3	5.1	3.8	21.5	13.5
Reliance Industries	RIL IB	India	31.2	18.6	26.9	22.7	2.1	1.9	17.7	13.8	0.3	0.4	8.0	8.5
Indian Oil	IOCL IB	India	65.8	(60.9)	4.6	11.8	0.9	0.9	6.0	9.8	9.3	4.2	19.3	7.4
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(0.3)	(82.1)	7.5	41.8	1.4	1.3	9.0	15.0	7.3	1.6	18.8	5.9
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(12.6)	(86.5)	5.3	39.4	0.8	1.0	9.4	na	7.0	2.7	17.2	na
Average			21.0	(52.7)	11.1	28.9	1.3	1.3	10.5	12.9	6.0	2.2	15.8	7.3
Marathon Petroleum	MPC US	USA	na	(38.2)	4.8	7.7	2.2	2.0	3.4	5.3	2.1	2.4	44.9	22.2
Valero	VLO US	USA	na	(35.9)	4.9	7.6	2.2	1.9	3.5	5.3	2.9	3.0	50.8	27.5
Phillips 66	PSX US	USA	na	(25.6)	5.3	7.1	1.6	1.5	4.1	5.8	3.7	3.8	40.2	21.5
PBF Energy'	PBF US	USA	na	(58.5)	1.7	4.0	1.0	0.9	1.4	2.8	0.5	1.8	na	27.0
Delek	DK US	USA	na	(35.1)	4.1	6.3	1.5	1.4	3.2	4.0	2.5	3.4	42.7	21.4
Average			na	(38.6)	4.1	6.6	1.7	1.5	3.1	4.6	2.3	2.9	44.7	23.9
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	211.0	(50.4)	3.6	7.3	0.8	0.7	2.9	5.3	4.8	4.1	23.8	10.3
ESSO (Thailand) *	ESSO TB *	Thailand	na	(48.3)	3.1	6.0	1.2	1.1	3.1	4.9	12.9	8.3	44.1	18.7
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	na	(34.4)	5.0	7.7	1.1	1.1	3.4	4.0	11.4	6.5	24.4	14.5
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	416.8	(48.3)	4.0	7.8	0.8	0.7	5.4	10.3	5.3	5.4	20.8	9.6
Average			313.9	(45.4)	3.9	7.2	1.0	0.9	3.7	6.1	8.6	6.1	28.3	13.3
Total Average			104.8	(34.2)	6.0	11.2	1.1	1.0	4.9	6.4	6.2	4.7	24.0	13.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 16 January 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจที่หลากหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค้าน้ำมัน (เป็นอันดับ 2 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 13%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงานโดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีมีการขยายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

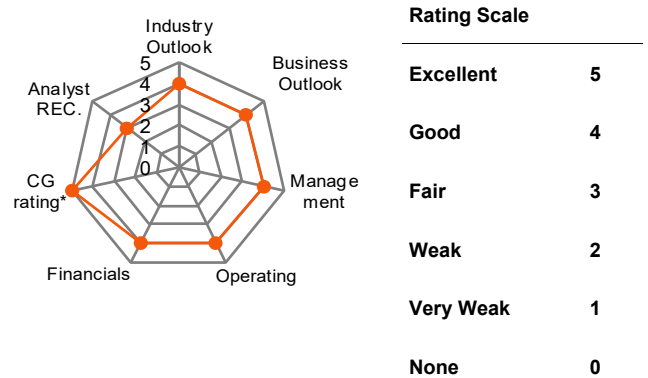
S — Strength

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค้าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	38.81	39.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	14,471	15,770	9%
Net profit 23F (Bt m)	7,333	7,079	-3%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2023F ของเรต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อค่าการกลั่น
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงของ consensus แม้เราจะรวมมูลค่าเพิ่มจากการเข้าซื้อ ESSO เนื่องจากเนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อค่าการกลั่นและราคาน้ำมัน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

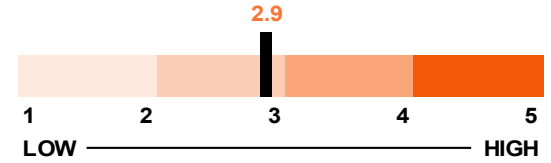
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบและความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญ สำหรับการคาดการณ์ของเรา หากค่าการกลั่นตกลงอย่างมาก ตลาดอาจกังวลเกี่ยวกับสมดุลของ BCP หาก GRM พุ่งสูงขึ้น จะนำไปสู่ upside ต่อ EPS และราคาเป้าหมายของเรา
- Synergies ที่ต่ำกว่าที่คาดไว้จากการเข้าซื้อกิจการของ ESSO จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจการกลั่นที่มีเครือข่ายสถานีบริการค้ำปลีกทั่วประเทศ เราให้คะแนน ESG สำหรับ BCP ที่ 2.92 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจที่ 2.9 เนื่องจากความเข้มของพลังงานที่ลดลง และเป้าหมายที่ชัดเจนยิ่งขึ้น และมีความคิดริเริ่มในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI	THSI	DJSI	Arabesque			S&P		
	Index	Index	Index	MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCP	YES	YES	-	AA	53.27	82.43	84.61	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> - ในปี 2021 BCP ปล่อย 1.06 ล้านตัน CO2 เทียบเท่า เพิ่มขึ้น 10% จากปี 2018 เราเชื่อว่าเป็นเพราะการขยายธุรกิจตั้งแต่ปี 2018 อย่างไรก็ตาม ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซอยู่ที่ 120 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานไทยที่ 280 กก./BOE การปล่อยคาร์บอนส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโรงกลั่น ซึ่งคิดเป็น 99% ของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) - กลยุทธ์หลักของบริษัทฯ ในการลดการปล่อยคาร์บอนคือการนำเสนอนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการปรับปรุงประสิทธิภาพของโรงงานและการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน BCP จัดการของเสียด้วยกลยุทธ์ 3Rs (Reduce, Reuse & Recycle) - BCP มีเป้าหมายในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และเป็นองค์กรที่มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> - ระบบการบริหารจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของกลุ่ม BCP เป็นไปตามมาตรฐาน ISO บริษัทฯ ไม่มีกรณีน้ำมันและสารเคมีรั่วไหลอย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีกรณีบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ในปี 2021 - BCP กล่าวว่าบริษัทฯ พยายามที่จะพัฒนาพนักงานและความสุขของพนักงาน ในปี 2021 พนักงานได้รับการฝึกอบรมโดยเฉลี่ย 27.99 ชั่วโมง และคะแนนการมีส่วนร่วมและผูกพันของบุคลากรอยู่ที่ 70% - บริษัทฯ ยังพยายามทำให้เกิดความผาสุกของชุมชนโดยรอบ พนักงานของ BCP ใช้เวลา 1,762 ชั่วโมงเป็นจิตอาสาการเก็บขวดน้ำพลาสติก ผ่านโครงการ "รัก ปัน สุข"
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> - BCP มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสมในมุมมองของเรา มีกรรมการอิสระ 10 คน จากคณะกรรมการ 15 คน และประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ - ประวัติการทำ M&A ได้สร้างความกังวลในอดีต ด้วยการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก เช่น ธุรกิจลิเชียมและ E&P BCP ได้เห็นการต่อยอดอย่างมากในทรัพย์สิน E&P อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้ดีขึ้นแล้ว โดยบริษัทฯ ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักมากขึ้น - งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และมีความชัดเจนในเรื่อง debt covenants หลังการเพิ่มทุน และการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าและเชื้อเพลิงชีวภาพ อย่างไรก็ตาม BCP มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	136,450	199,417	249,634	278,249	250,860
Cost of sales	132,122	179,179	208,998	245,266	224,199
Gross profit	4,328	20,238	40,636	32,983	26,660
% gross margin	3.2%	10.1%	16.3%	11.9%	10.6%
Selling & administration expenses	7,141	7,153	7,370	8,215	7,406
Operating profit	(2,813)	13,085	33,266	24,769	19,254
% operating margin	-2.1%	6.6%	13.3%	8.9%	7.7%
Depreciation & amortization	6,821	8,075	7,920	8,479	8,349
EBITDA	4,008	21,159	41,186	33,248	27,603
% EBITDA margin	2.9%	10.6%	16.5%	11.9%	11.0%
Non-operating income	533	(512)	1,026	1,026	1,026
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,969)	(2,540)	(1,734)	(2,519)	(2,707)
Pre-tax profit	(4,250)	10,034	32,558	23,276	17,574
Income tax	(1,589)	4,263	15,222	14,734	11,084
After-tax profit	(2,661)	5,771	17,337	8,542	6,490
% net margin	-2.0%	2.9%	6.9%	3.1%	2.6%
Shares in affiliates' Earnings	(592)	1,042	246	690	3,084
Minority interests	(1,197)	(2,221)	(3,302)	(2,153)	(1,511)
Extraordinary items	(2,517)	3,032	1,490	0	(495)
NET PROFIT	(6,967)	7,624	15,770	7,079	7,567
Normalized profit	(4,450)	4,592	14,281	7,079	8,062
EPS (Bt)	(5.1)	5.5	11.5	5.1	5.5
Normalized EPS (Bt)	(3.2)	3.3	10.4	5.1	5.9

Likely to report a profit decline in 2023F due to the absence of stock gains

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	47,296	69,372	77,165	60,499	55,845
Cash & cash equivalent	21,676	32,829	33,000	10,000	10,000
Account receivables	6,402	15,234	19,070	21,256	19,163
Inventories	16,162	18,497	21,575	25,319	23,145
Others	3,055	2,812	3,520	3,924	3,538
Investments & loans	15,586	14,070	14,070	14,070	14,070
Net fixed assets	54,567	69,233	83,813	118,434	118,085
Other assets	30,874	49,110	55,127	81,229	77,947
Total assets	148,323	201,785	230,175	274,231	265,947
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,502	34,105	40,458	50,184	45,517
Account payables	12,277	15,651	18,255	21,423	19,583
Bank overdraft & ST loans	3,975	1,257	5,124	6,700	6,111
Current LT debt	5,174	9,464	9,735	12,730	11,610
Others current liabilities	4,076	7,734	7,344	9,331	8,213
Total LT debt	54,095	69,787	87,612	114,572	104,493
Others LT liabilities	10,409	28,334	16,090	16,529	16,109
Total liabilities	90,006	132,226	144,160	181,285	166,119
Minority interest	11,950	16,092	19,394	21,547	23,059
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Share premium	11,157	11,157	11,157	11,157	11,157
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	10,732	12,069	12,069	12,069	12,069
Retained earnings	23,100	28,863	42,017	46,795	52,165
Shareholders' equity	46,366	53,467	66,621	71,399	76,769
Liabilities & equity	148,323	201,785	230,175	274,231	265,947

Balance sheet to become quite stretched post ESSO acquisition

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(4,250)	10,034	32,558	23,276	17,574
Tax paid	1,589	(4,263)	(15,222)	(14,734)	(11,084)
Depreciation & amortization	6,821	8,075	7,920	8,479	8,349
Chg In working capital	1,139	(7,793)	(4,310)	(2,762)	2,427
Chg In other CA & CL / minorities	6,732	8,341	(852)	2,273	2,352
Cash flow from operations	12,032	14,394	20,095	16,532	19,618
Capex	(8,804)	(22,741)	(22,500)	(43,100)	(8,000)
Right of use	(11,087)	(2,538)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	5,556	1,516	0	0	0
Adj for asset revaluation	(190)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,248)	3,531	(16,415)	(25,663)	2,367
Cash flow from investments	(15,773)	(20,231)	(38,915)	(68,763)	(5,633)
Debt financing	15,935	17,513	21,607	31,531	(11,788)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(743)	(2,672)	(2,616)	(2,301)	(2,197)
Warrants & other surplus	2,661	2,150	0	0	0
Cash flow from financing	17,854	16,991	18,991	29,230	(13,985)
Free cash flow	3,227	(8,347)	(2,405)	(26,568)	11,618

We expect FCF to be negative in 2023F with heavy capex and lower GRM

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	11.3	3.6	7.3	6.4
Normalized PE - at target price (x)	na	11.7	3.8	7.6	6.7
PE (x)	na	6.8	3.3	7.3	6.9
PE - at target price (x)	na	7.0	3.4	7.6	7.1
EV/EBITDA (x)	23.3	4.7	2.9	5.3	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	23.8	4.8	3.0	5.3	6.0
P/BV (x)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	4.3	3.6	2.6	3.1	2.6
Price/sales (x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.7	5.3	4.8	4.1	4.4
FCF Yield (%)	6.2	(16.1)	(4.6)	(51.1)	22.4
(Bt)					
Normalized EPS	(3.2)	3.3	10.4	5.1	5.9
EPS	(5.1)	5.5	11.5	5.1	5.5
DPS	1.4	2.0	1.8	1.5	1.6
BV/share	33.7	38.8	48.4	51.9	55.8
CFO/share	8.7	10.5	14.6	12.0	14.2
FCF/share	2.3	(6.1)	(1.7)	(19.3)	8.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCP looks fairly priced to us

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(28.4)	46.1	25.2	11.5	(9.8)
Net profit (%)	na	na	106.9	(55.1)	6.9
EPS (%)	na	na	106.9	(55.1)	6.9
Normalized profit (%)	na	na	211.0	(50.4)	13.9
Normalized EPS (%)	na	na	211.0	(50.4)	13.9
Dividend payout ratio (%)	(27.7)	36.1	15.7	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	3.2	10.1	16.3	11.9	10.6
Operating margin (%)	(2.1)	6.6	13.3	8.9	7.7
EBITDA margin (%)	2.9	10.6	16.5	11.9	11.0
Net margin (%)	(2.0)	2.9	6.9	3.1	2.6
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.2	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.8	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.2	19.2	9.8	7.1
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	8.3	23.7	13.2	10.2
ROA - using norm profit (%)	na	2.6	6.6	2.8	3.0
ROE - using norm profit (%)	na	9.2	23.8	10.3	10.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	11.6	28.9	12.4	8.8
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.2	1.1	0.9
- operating margin (%)	na	6.3	13.7	9.3	8.1
- leverage (x)	2.8	3.5	3.6	3.7	3.6
- interest burden (%)	186.4	79.8	94.9	90.2	86.7
- tax burden (%)	na	57.5	53.2	36.7	36.9
WACC (%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
ROIC (%)	(3.1)	8.6	17.5	6.7	3.6
NOPAT (Bt m)	(2,813)	7,525	17,713	9,090	7,111
invested capital (Bt m)	87,934	101,145	136,092	195,401	188,983

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net D/E to rise post-ESSO acquisition

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราณี

Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th