

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 18.00

Upside : 95.7%

(From: Bt 17.00)

16 AUGUST 2023

Small Cap Research

BCPG Pcl (BCPG TB)

จังหวะเข้าซื้อที่ดี

เรคาดำเนินการ “ซื้อ” BCPG ที่เรามองว่ากำลังจะเริ่มดำเนินการฟื้นตัวกำไรใน 2H23F โดยมีกำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐที่เพิ่งซื้อกิจการมา และการกลับมาดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังน้ำบัจจยหนุหลัก การ COD ของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่กำลังพัฒนาจะผลักดันการเติบโตในปีถัดไป

จุดเริ่มต้นของการฟื้นตัว

แนวโน้มกำไรของ BCPG เป็นขาลงในช่วงสามปีที่ผ่านมา (2020-22) จาก 1) ผล dilution จากการเพิ่มทุน 2) ไม่มีโครงการใหม่ และ 3) adders ททยอยหมดอายุ แต่เรคาดว่ากำไรจะเริ่มพลิกกลับเติบโตได้ 9% y-y ใน 2H23F จากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐที่เพิ่งซื้อกิจการ และการกลับมาดำเนินงานของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ Nam San เรคาดการรับรู้กำไรได้เต็มปีจากสองบัจจยนี้จะหนุนให้กำไร BCPG เติบโตได้ 34% ในปี 2024F ส่วนที่เรคาดกำไรเติบโตได้อีก 27/17% ในปี 2025-26F มาจากการทยอย COD ของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 2 แห่ง ได้แก่ โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 470MW ในไต้หวัน และพลังงานลม 290MW ในลาว

การลงทุนในสหรัฐชดเชย adders ที่จะหมดอายุได้แล้ว

BCPG มีการลงทุนในโรงไฟฟ้าก๊าซสหรัฐอย่างหนักในปีนี้ รวมกำลังการผลิต 857MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น ซึ่งเทียบเป็นถึง 42% ของกำลังการผลิตรวมที่ 2.0GW ใน 2Q23 เราแสดงรายละเอียดและช่วงเวลาการลงทุนในโรงไฟฟ้าก๊าซ 4 แห่งในสหรัฐ ของ BCPG ใน Exhibit 3 การลงทุนใหญ่ขึ้นอยู่กับความพยายามที่จะชดเชยกำไรที่หายไปจาก adders ในโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในประเทศที่ทยอยหมดอายุในช่วงปี 2022-24F ทั้งนี้โรงไฟฟ้าก๊าซสหรัฐเหล่านี้เป็นสินทรัพย์ที่ดำเนินงานแล้วทั้งหมด จึงจะสามารถสร้างกำไรให้ BCPG ได้ทันทีตั้งแต่ 2H23F โดยเรคาดกำไรไว้ที่ 0.4 พันลบ. ในปี 2023F และ 1.0 พันลบ. ในปี 2024 (จากการรับรู้ได้เต็มปี) ซึ่งคิดเป็น 29/53% ของประมาณการกำไร BCPG ของเราในปีดังกล่าว

การเติบโตหลังจากนี้จะมาจากพลังงานทดแทน

BCPG กลับมามุ่งเน้นการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน หลังได้บรรลุเป้าหมายการชดเชย adders ที่จะหายไปด้วยการซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐ โดย BCPG อยู่ระหว่างรวบรวมที่ดิน และขอใบอนุญาตเพื่อพัฒนาโซลาร์ฟาร์มบนบ่อเลี้ยงปลาในไต้หวัน รวมกำลังการผลิต 470MW (ถือหุ้น 100%) ซึ่งมีแผนทยอยเริ่มผลิตไฟฟ้าในปี 2023-26F และจากการส่งเสริมของรัฐบาลไต้หวันในรูปแบบโรงไฟฟ้าดังกล่าวที่ใช้ประโยชน์พื้นที่ที่มีจำกัดได้ดี โครงการจึงได้อัตราค่าไฟฟ้าสูงถึง 5.2 บาท/kWh นอกจากนี้ BCPG ยังตั้งเป้าการ COD ของโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon (กำลังการผลิต 270MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น) ในลาวใน 3Q25 โดยโครงการมีสัญญาขายไฟฟ้ากับการไฟฟ้าเวียดนาม (EVN) ยาว 25 ปีที่อัตราค่าไฟฟ้า US\$0.07/kWh ทั้งสองโครงการนี้จะป็นบัจจยหนุนเติบโตของกำไรหลักของ BCPG ในช่วงปี 2025-26F

มูลค่าพื้นฐานน่าสนใจ

เราเชื่อว่าความสนใจต่อหุ้น BCPG นั้นต่ำมากในช่วงก่อนหน้านี้ ที่บริษัทมี EPS ขาลง แต่เรามองว่ามูลค่าพื้นฐานปัจจุบันนี้น่าสนใจที่ 14 เท่า PE ในปี 2024F เทียบกับ EPS ที่เรคาดพลิกกลับเติบโตเฉลี่ย 25% ต่อปีในช่วงปี 2024-26F และอัตราผลตอบแทนปันผล 4% จุดเริ่มต้นของการฟื้นตัวกำไรใน 2H23F น่าจะเป็นบัจจยหนุนราคาหุ้นได้ในระยะอันใกล้ ทั้งนี้หลังเรารวมการลงทุนเพื่อถือหุ้นเพิ่มจาก 8% เป็น 48% ในโรงไฟฟ้าก๊าซ Carroll County Energy (CCE) ในสหรัฐ เมื่อต้นเดือนนี้ และปรับใช้ปีฐานเป็นปี 2024F ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มเป็น 18 บาท (จาก 17 บาท)



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

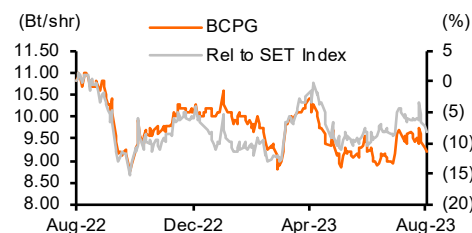
662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	5,405	4,981	6,144	8,013
Net profit	2,630	1,436	1,927	2,447
Consensus NP	—	1,536	1,749	2,045
Diff frm cons (%)	—	(6.5)	10.2	19.7
Norm profit	2,044	1,436	1,927	2,447
Prev. Norm profit	—	1,904	2,024	2,545
Chg frm prev (%)	—	(24.6)	(4.8)	(3.9)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.5	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(9.5)	(29.7)	34.2	27.0
Norm PE (x)	13.0	18.5	13.8	10.9
EV/EBITDA (x)	7.2	13.7	13.6	12.0
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	3.9	3.9	3.9	3.9
ROE (%)	7.2	4.9	6.4	7.9
Net D/E (%)	14.0	78.8	113.0	143.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

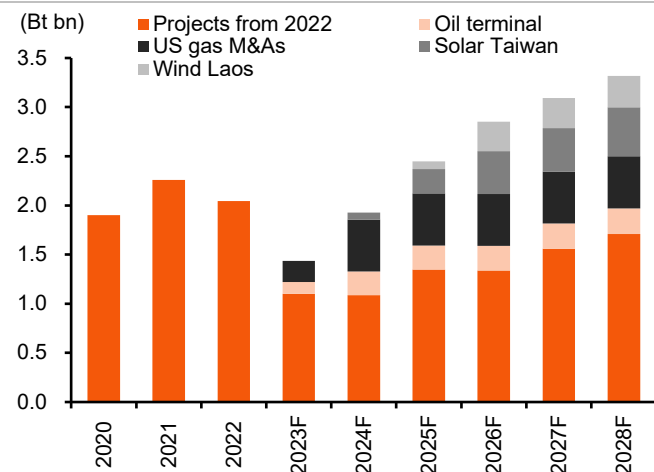
Price as of 16-Aug-23 (Bt)	9.20
Market Cap (US\$ m)	756.4
Listed Shares (m shares)	2,908.9
Free Float (%)	42.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	11.00/8.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 57.18%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

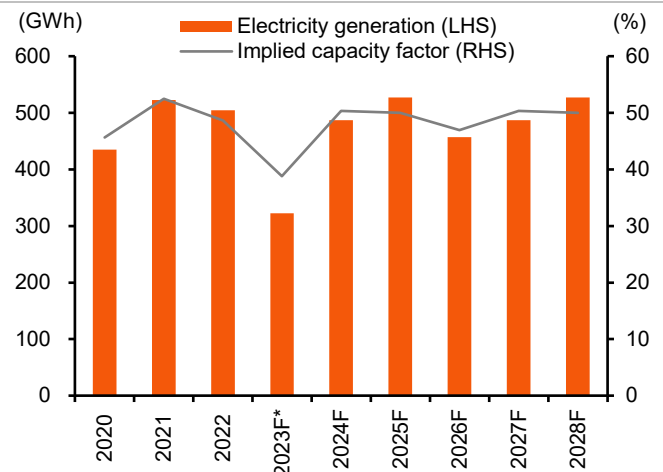
ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: New Projects Drive An Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Resumption Of Nam San Hydropower's Operation

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Nam San project fully ceased operations in 1H23 to switch its electricity delivery to Vietnam (from Laos in 2015-22), but has resumed operation in 3Q23.

Ex 3: BCPG Has Invested Heavily In US Gas Power Plant Acquisitions This Year To Replace Expiring Adders

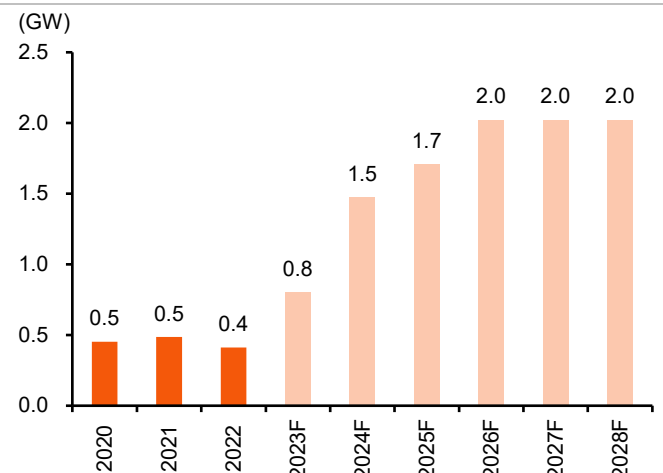
Deal closing dates	Project	Installed capacity (MW)	Stake (%)	Equity capacity (MW)	Purchase price (US\$ m)
27 Feb 2023	Carroll County Energy	700	8.7	60.9	46.4
27 Feb 2023	South Field Energy	1,182	7.6	90.1	68.6
12 July 2023	Hamilton Liberty	848	25.0	212.0	129.3
12 July 2023	Hamilton Patriot	857	25.0	214.3	130.7
4Q23 (expected)	Carroll County Energy	700	40.0	280.0	145.0
Total				857.2	520.0

Sources: Company data

Ex 4: Nam San Shifting To Better PPA Terms

	2015-22	2023-48F
Off-taker	Electricity du Laos (EDL)	Electricity Vietnam (EVN)
Off-taker rating	BBB- (Tris)	BB (Fitch)
Electricity tariff	US\$0.0656/kWh	US\$0.0695/kWh
Take-or-pay condition	95% of actual generation	90% of actual generation
Payment currency	90% US\$, 10% local	100% US\$

Source: Company data

Ex 5: BCPG's Pro Rata Capacity Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP) 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BCPG's share (Bt)
Thailand solar (w/ adder)	DCF	6.7%	3.1
Thailand solar (no adders)	DCF	5.2%	0.7
Thailand wind	DCF	5.0%	0.0
Japan solar	DCF	4.0%	1.7
Philippines wind	DCF	6.4%	0.3
Laos hydro	DCF	5.4%	2.6
Oil terminal	DCF	7.3%	1.8
US gas power plants	DCF	8.0%	6.5
Taiwan solar	DCF	4.8%	2.7
Laos wind	DCF	6.5%	1.0
Existing projects			20.4
- Net debt			(2.4)
Total			18.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	(14.1)	6.5	12.4	11.7	0.8	0.8	38.7	38.2	6.4	6.5
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	59.1	39.7	9.8	7.0	0.8	0.7	8.7	7.0	4.6	6.1
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	39.2	19.3	6.7	5.6	0.9	0.8	6.0	5.1	5.9	7.2
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	76.2	13.5	14.5	12.7	1.4	1.4	9.1	8.5	5.2	5.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	(10.0)	4.7	14.1	13.5	1.0	1.0	66.2	65.4	7.1	7.1
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	171.6	13.9	6.9	6.1	0.7	0.7	10.0	9.1	5.7	6.9
Tata Power	TPWR IN	India	81.0	(8.9)	21.0	23.0	2.9	2.5	14.9	12.5	0.9	0.9
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	3.9	3.7	12.2	11.8	0.9	0.9	6.9	7.0	4.2	4.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	12.3	17.9	16.0	1.1	1.0	10.0	9.8	3.5	5.0
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	(2.4)	10.4	10.6	0.9	0.9	8.9	8.9	3.4	3.2
Manila Electric	MER PM	Philippines	26.3	0.6	11.8	11.7	3.2	3.0	8.9	8.7	5.3	5.8
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(29.7)	34.2	18.5	13.8	0.9	0.9	13.7	13.6	3.9	3.9
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	na	24.9	47.8	38.3	2.4	2.3	12.4	11.8	1.0	1.3
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	54.6	12.2	12.9	11.5	0.9	0.8	32.4	23.8	4.9	4.9
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(30.4)	11.7	16.1	14.4	1.0	1.0	11.3	10.9	2.6	2.6
EA Pcl*	EA TB	Thailand	60.0	3.2	23.2	22.5	4.6	4.0	17.2	15.9	1.3	1.3
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(23.7)	(3.2)	7.2	7.4	0.5	0.5	14.3	14.6	4.9	4.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	2,756.5	17.1	23.7	20.2	1.4	1.3	14.0	12.7	2.3	3.0
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	40.0	30.5	35.1	26.9	4.8	4.5	29.3	24.1	1.7	2.2
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	47.8	9.2	15.7	14.4	1.9	1.7	15.4	13.7	2.6	2.8
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	0.7	33.0	11.3	8.5	0.8	0.7	18.4	17.2	4.0	5.3
Average			32.5	13.1	16.6	14.6	1.6	1.5	17.5	16.1	3.9	4.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 16 August 2023 closing prices

กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BCPG ได้ก่อตั้งในปี 2015 ดำเนินการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน ที่ถือหุ้น 70% โดย Bangchak Pcl (BCP) ปัจจุบัน BCPG มีโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนหลายแห่งใน 5 ประเทศ ในเอเชีย (ไทย ลาว อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และญี่ปุ่น) และกำลังขยายไปยังไต้หวันเป็นประเทศที่หก เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับธุรกิจไฟฟ้าที่เปลี่ยนแปลง BCPG ได้ร่วมมือกับผู้เลืกระดับภูมิภาคพัฒนาธุรกิจจำหน่ายไฟฟ้าแบบ Peer-to-Peer โดยใช้เทคโนโลยี blockchain สำหรับการซื้อขายไฟฟ้า แบบเตอเรียวนาเดียวสำหรับระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ในสมาร์ทกริด และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และแพลตฟอร์มซื้อขายคาร์บอนเครดิต

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

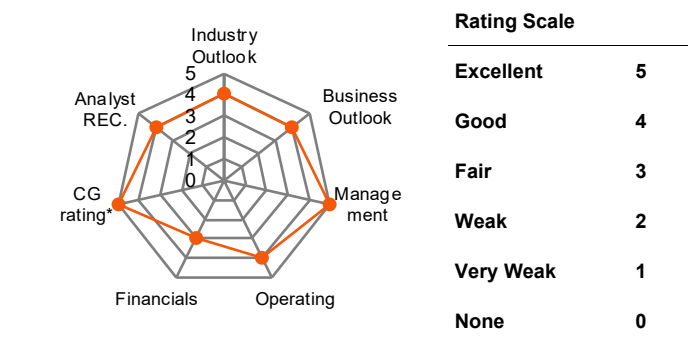
S — Strength

- ธุรกิจของ BCPG มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี เข้าไปในประเทศที่มีการสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าด้วยพลังงานทดแทน
- มีพันธมิตรเป็นผู้เลืกระดับภูมิภาคเพื่อเพิ่มโอกาสการลงทุนในโรงไฟฟ้าในต่างประเทศมากขึ้น และเทคโนโลยีดิจิทัลสำหรับตลาดไฟฟ้า

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายธุรกิจพลังงานทดแทนทั้งในประเทศและต่างประเทศ
- มีโอกาสขยายเข้าสู่ธุรกิจ IPS solar-rooftop

COMPANY RATING



W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนยังเพิ่มสูงขึ้น เพื่อรองรับการลงทุนใหม่เพื่อชดเชยรายได้ adder ที่ลดลง
- ความยากลำบากในการหาการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงมาทดแทนโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ adder ใกล้หมดอายุในประเทศไทย

T — Threat

- Adder ของโซลาร์ไทยจะหมดอายุในช่วงปี 2022-24F
- ความเสี่ยงที่รัฐบาลจะซื้อไฟฟ้าในราคาที่ถูกลงจากผู้ผลิตเอกชน
- ความเสี่ยงด้านกฎหมายสำหรับการลงทุนในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.70	18.00	31%
Net profit 23F (Bt m)	1,536	1,436	-7%
Net profit 24F (Bt m)	1,749	1,927	10%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่ากำไรปี 2023F ของเราน่าจะต่ำกว่าของ Bloomberg consensus 7% นั้นสมมติฐานปริมาณการผลิตจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำที่น้อยกว่า แต่กำไรปี 2024F ของเราน่าจะสูงกว่าอยู่ราว 10% นั้นน่าจะเนื่องจากการรวมกำไรจากการทำ M&A ล่าสุดเข้ามาแล้ว
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 31% คาดเป็นเพราะเรามองมูลค่าจากการซื้อกิจการในสหรัฐฯ ต่อ BCPG สูงกว่าที่ตลาดมอง

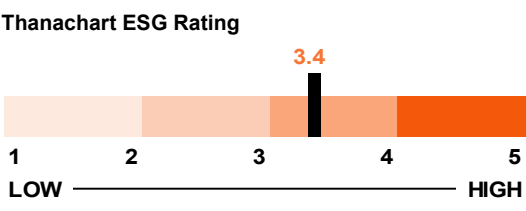
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าคาด ความล่าช้าของการพัฒนาโครงการและขนาดการลงทุนใหม่ที่น้อยกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อการประเมินมูลค่าและประมาณการกำไรเรา
- ผลกระทบเนื่องจากภาวะทางธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวย ต่อการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบและนโยบาย โดยเฉพาะค่าไฟฟ้า ในประเทศที่ BCPG มีการดำเนินงานอยู่หรือมีแผนจะเข้าไปลงทุนจะเป็นความเสี่ยงด้านผลตอบแทนการกำไรและเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

BCPG ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนขนาด 392MW ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ณ ปี 2022 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในช่วงต้นปี 2023 เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.4 เนื่องจากพลังงานทดแทนจะยังคงเป็นส่วนหลักของกำลังการผลิตทั้งหมด ขณะที่เราขอความแข็งแกร่งในด้านสังคมและธรรมาภิบาล



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCPG	YES	YES	-	A	53.34	37.19	38.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

FactorsOur Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ BCPG อ่อนตัวลงในปีนี้ หลังจากการลงทุนใหญ่ในโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐอเมริกาและคลังน้ำมันและท่าเทียบเรือ บริษัทฯ จึงไม่ใช่บริษัทพลังงานทดแทนเพียงอย่างเดียวอีกต่อไปเหมือนในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ณ 1Q23 กลุ่มผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าของ BCPG ประกอบด้วยพลังงานหมุนเวียน 66% และโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซ 34% - BCPG ยังคงมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2030 - BCPG มีส่วนร่วมและสนับสนุนการพัฒนามาตรฐานการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและตลาดการค้าคาร์บอนเครดิตในประเทศไทย บริษัทฯ เป็นหนึ่งในผู้ก่อตั้ง Carbon Markets Club ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายคาร์บอนเครดิตแห่งหนึ่งของประเทศไทยในปัจจุบัน - BCPG ใช้หลักการ Circular Economy ตลอดการดำเนินธุรกิจ โดยพยายามลดปริมาณการใช้ทรัพยากรและการสร้างของเสียจากบริษัท
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- นโยบายด้านสิทธิมนุษยชนและความปลอดภัยของ BCPG ไม่เพียงแต่ครอบคลุมพนักงานเท่านั้น แต่ยังรวมถึงผู้คนในชุมชนรอบพื้นที่โรงไฟฟ้าด้วย ประเด็นสำคัญของนโยบายเน้นที่การยอมรับความสามารถรอบตัวและความหลากหลายในสังคม ทั้งเพศและเชื้อชาติ - BCPG จัดให้มีการฝึกอบรมเฉลี่ย 34 ชั่วโมงต่อพนักงานหนึ่งคนในปี 2022 ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับคู่แข่ง นอกจากนี้ยังรายงานว่าไม่มีการบาดเจ็บจากการทำงานในปีที่แล้ว - เราถือว่าโครงการกิจกรรมเพื่อสังคมของ BCPG แข็งแรงมาก เนื่องจากความร่วมมือกับบริษัทแม่และสมาชิกกลุ่มบางจาก บริษัทฯ ให้การดำเนินการศึกษา สนับสนุนด้านสุขภาพและสุขอนามัย และสนับสนุนกิจกรรมทางวัฒนธรรมและประเพณีสำหรับชุมชนรอบโรงไฟฟ้าและพื้นที่ห่างไกลในประเทศไทย
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริหารของ BCPG (BOD) ประกอบด้วยกรรมการ 11 ท่าน ซึ่งเราเห็นว่ามีความเหมาะสมเมื่อเทียบกับขอบเขตธุรกิจ 7 คนเป็นกรรมการอิสระ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่สูงมากถึง 64% ของสมาชิกคณะกรรมการทั้งหมด ข้อเสียเพียงอย่างเดียวของเราคือไม่มีสมาชิกหญิงใน BOD - เราชื่นชมความเป็นอิสระในการดำเนินธุรกิจของ BCPG แม้ว่าบริษัทแม่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนรายใหญ่อีกแห่งหนึ่งในประเทศไทย บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจเป็นอิสระโดยสมบูรณ์ เนื่องจากไม่ต้องการการสนับสนุนหรือต้องการการสนับสนุนจากบริษัทแม่โดยเฉพาะด้านการเงิน - อย่างไรก็ตาม เราไม่ชอบความยั่งยืนทางธุรกิจของ BCPG เนื่องจากปัจจุบันทำตัวเหมือนนักลงทุน (เข้าซื้อโครงการ) แทนที่จะเป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้า ดังนั้นความเสี่ยงในการดำเนินการและความเสี่ยงในการเข้าซื้อกิจการจึงอยู่ในระดับสูงในมุมมองของเรา - BCPG ยังขาดนวัตกรรมในมุมมองของเรา ธุรกิจหลักของบริษัทฯ ยังคงยึดติดกับโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังงานก๊าซแบบดั้งเดิม การขยายไปสู่ธุรกิจพลังงานดิจิทัลและระบบกักเก็บพลังงานยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	4,669	5,405	4,981	6,144	8,013
Cost of sales	1,608	1,978	2,419	3,211	4,186
Gross profit	3,061	3,427	2,562	2,933	3,826
% gross margin	65.6%	63.4%	51.4%	47.7%	47.8%
Selling & administration expenses	588	637	636	668	794
Operating profit	2,473	2,790	1,925	2,265	3,032
% operating margin	53.0%	51.6%	38.7%	36.9%	37.8%
Depreciation & amortization	1,180	1,504	1,717	2,223	3,005
EBITDA	3,653	4,294	3,642	4,488	6,037
% EBITDA margin	78.2%	79.4%	73.1%	73.0%	75.3%
Non-operating income	72	153	252	112	47
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(787)	(882)	(1,033)	(1,351)	(1,557)
Pre-tax profit	1,757	2,061	1,144	1,026	1,522
Income tax	99	145	157	169	274
After-tax profit	1,658	1,916	987	858	1,248
% net margin	35.5%	35.4%	19.8%	14.0%	15.6%
Shares in affiliates' Earnings	600	130	449	1,070	1,198
Minority interests	0	(2)	0	0	0
Extraordinary items	(247)	586	0	0	0
NET PROFIT	2,011	2,630	1,436	1,927	2,447
Normalized profit	2,258	2,044	1,436	1,927	2,447
EPS (Bt)	0.7	0.9	0.5	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.7	0.5	0.7	0.8

Recent M&As likely to turn its earnings growth positive in 2024F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	13,933	22,878	22,444	7,851	10,990
Cash & cash equivalent	11,228	20,333	20,000	5,000	7,500
Account receivables	2,317	1,762	1,637	2,020	2,634
Inventories	0	0	0	0	0
Others	389	783	807	831	856
Investments & loans	13,486	1,342	20,035	21,163	22,613
Net fixed assets	17,372	17,014	18,709	30,023	41,756
Other assets	13,931	14,926	14,672	14,417	14,162
Total assets	58,721	56,160	75,860	73,454	89,521
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,678	3,462	6,164	8,310	10,185
Account payables	888	701	1,193	1,584	2,064
Bank overdraft & ST loans	0	0	2,166	1,972	2,662
Current LT debt	3,527	2,538	2,552	4,474	5,090
Others current liabilities	263	222	252	280	368
Total LT debt	25,574	21,880	38,609	32,989	45,495
Others LT liabilities	1,241	1,542	1,486	1,668	1,950
Total liabilities	31,493	26,884	46,258	42,967	57,630
Minority interest	69	51	51	51	51
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,470	14,538	14,470	14,470	14,470
Share premium	7,753	7,791	7,791	7,791	7,791
Warrants	24	31	31	31	31
Surplus	(144)	249	249	249	249
Retained earnings	5,056	6,615	7,009	7,894	9,298
Shareholders' equity	27,160	29,225	29,551	30,436	31,840
Liabilities & equity	58,721	56,160	75,860	73,454	89,521

Sources: Company data, Thanachart estimates

Still sizable room to increase gearing for more investments

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	1,757	2,061	1,144	1,026	1,522
Tax paid	(45)	(20)	(225)	(108)	(240)
Depreciation & amortization	1,180	1,504	1,717	2,223	3,005
Chg In working capital	(749)	368	616	8	(133)
Chg In other CA & CL / minorities	500	(454)	524	1,013	1,228
Cash flow from operations	2,644	3,459	3,776	4,162	5,381
Capex	(3,884)	(1,146)	(3,412)	(13,537)	(14,737)
Right of use	(36)	(371)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,763)	12,144	(18,693)	(1,128)	(1,450)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,007)	479	218	457	556
Cash flow from investments	(7,690)	11,105	(21,907)	(14,228)	(15,650)
Debt financing	2,467	(4,894)	18,908	(3,892)	13,812
Capital increase	2,031	107	(68)	0	0
Dividends paid	(882)	(1,071)	(1,042)	(1,042)	(1,042)
Warrants & other surplus	1,520	399	(0)	(0)	(0)
Cash flow from financing	5,136	(5,459)	17,798	(4,935)	12,770
Free cash flow	(1,241)	2,312	364	(9,374)	(9,356)

We project its huge M&As this year to achieve its goal of replacing adders

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	11.8	13.0	18.5	13.8	10.9
Normalized PE - at target price (x)	23.1	25.5	36.3	27.0	21.3
PE (x)	13.2	10.1	18.5	13.8	10.9
PE - at target price (x)	25.9	19.8	36.3	27.0	21.3
EV/EBITDA (x)	12.2	7.2	13.7	13.6	12.0
EV/EBITDA - at target price (x)	19.2	13.1	20.7	19.3	16.2
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
P/CFO (x)	10.1	7.7	7.1	6.4	4.9
Price/sales (x)	5.7	5.0	5.4	4.4	3.3
Dividend yield (%)	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
FCF Yield (%)	(4.7)	8.7	1.4	(35.2)	(35.1)
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.7	0.5	0.7	0.8
EPS	0.7	0.9	0.5	0.7	0.8
DPS	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/share	9.4	10.1	10.2	10.5	11.0
CFO/share	0.9	1.2	1.3	1.4	1.9
FCF/share	(0.4)	0.8	0.1	(3.2)	(3.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

PE now looks attractive to us at 14x in 2024F vs. a 25% three-years EPS CAGR

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	10.4	15.8	(7.9)	23.4	30.4
Net profit (%)	5.2	30.8	(45.4)	34.2	27.0
EPS (%)	(15.1)	30.8	(45.4)	34.2	27.0
Normalized profit (%)	18.8	(9.5)	(29.7)	34.2	27.0
Normalized EPS (%)	(4.1)	(9.5)	(29.7)	34.2	27.0
Dividend payout ratio (%)	47.5	39.6	72.6	54.1	42.6
Operating performance					
Gross margin (%)	65.6	63.4	51.4	47.7	47.8
Operating margin (%)	53.0	51.6	38.7	36.9	37.8
EBITDA margin (%)	78.2	79.4	73.1	73.0	75.3
Net margin (%)	35.5	35.4	19.8	14.0	15.6
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.8	1.5	1.3	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.1	0.8	1.1	1.4
Interest coverage - EBIT (x)	3.1	3.2	1.9	1.7	1.9
Interest coverage - EBITDA (x)	4.6	4.9	3.5	3.3	3.9
ROA - using norm profit (%)	4.1	3.6	2.2	2.6	3.0
ROE - using norm profit (%)	9.1	7.2	4.9	6.4	7.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.7	6.8	3.4	2.9	4.0
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	54.5	54.4	43.7	38.7	38.4
- leverage (x)	2.2	2.0	2.2	2.5	2.6
- interest burden (%)	69.1	70.0	52.5	43.2	49.4
- tax burden (%)	94.4	93.0	86.2	83.6	82.0
WACC (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
ROIC (%)	6.1	5.8	5.0	3.6	3.8
NOPAT (Bt m)	2,333	2,594	1,660	1,893	2,487
invested capital (Bt m)	45,033	33,311	52,878	64,870	77,587

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Improving ROA and ROE on
the gradual COD of projects
under development*

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. ESG Book (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.

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none 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.



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 24 หลักทรัพย์ ได้แก่ CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are (CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). 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 ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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