

BUY (Unchanged)

TP: Bt 45.00

(From: Bt 42.00)

Change in Numbers

Upside : 20.8%

12 SEPTEMBER 2023

Small Cap Research

Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

มูลค่ายังถูก

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BCP เนื่องจากเรามองว่ามูลค่ายังถูกถูก ซื้อขายในตลาดที่ 0.7 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 12.0% แม้ GRM มีแนวโน้มลดลงในปีหน้า แต่กำไรของบริษัทฯ แข็งแกร่งกว่าบริษัทอื่นด้วยได้รับแรงหนุนจากการเข้าซื้อกิจการ ESSO



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

มูลค่ายังถูก คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 12 กันยายน 2023 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BCP เนื่องจากเป็นทางเลือกที่ถูกกว่าในกลุ่มพลังงานไทย BCP ซื้อขายที่เพียง 0.7 เท่า 2024F P/BV เทียบกับ ROE ที่ 12.0% นอกจากนี้ ยังอยู่ที่เพียง 6.0 เท่า 2024F PE เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานที่ 8.4 เท่า ในส่วนของกำไร แม้ GRM มีแนวโน้มลดลงในปี 2024F แต่เราคาดว่ากำไรจะค่อนข้างทรงตัวซึ่งได้แรงหนุนจากการเข้าซื้อหุ้นบมจ. เอสโซ่ (ประเทศไทย) ในสัดส่วน 66% (ESSO, “ซื้อ”) โดยไม่ต้องเพิ่มทุน สำหรับธุรกิจน้ำมันต้นน้ำ เราคาดว่าราคาน้ำมันจะยังคงสูงขึ้นจากความพยายามในการจัดการอุปทานของ OPEC

ปรับประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ BCP ขึ้น 33% ในปี 2023F เนื่องจากราคาน้ำมัน และ GRM ที่สูงกว่าคาด เราปรับเพิ่มประมาณการขึ้น 1.9/1.4% ในปี 2024-25F จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และการผนึกกำลังกันจากการเข้าซื้อกิจการ ESSO ซึ่งสวนทางกับสมมติฐาน GRM ที่ต่ำลงของเรา ดังนั้นราคาเป้าหมายตามของเรายังเพิ่มขึ้นเป็น 45 บาท (จากเดิม 41 บาท) นอกจากนี้เรายังปรับมาใช้ฐาน 2024F อีกด้วย เราได้รวมผลประโยชน์จากการผนึกกำลังจากการเข้าซื้อกิจการ ESSO ที่ 1.4 พันลบ. ในปี 2024F และอีก 2.0 พันลบ. ในปี 2025F เทียบกับเป้าหมายของ BCP หลังหักภาษีที่ 2.4 พันลบ. ต่อปี ปัจจุบันเรสมมติให้ BCP ถือหุ้น 66% ใน ESSO ซึ่งสามารถเพิ่มขึ้นได้ภายหลังการทำค่าเสนอซื้อหลักทรัพย์ในกลางเดือนตุลาคม 2023

กำไรจาก ESSO

เราคาดว่า ESSO จะสร้างกำไรให้ 2.2/2.9 พันลบ. ตามสัดส่วนการถือหุ้น 66% ให้กับ BCP ในปี 2024-25F นั่นคือราว 27/28% ของกำไรรวมของ BCP เนื่องจากการซื้อกิจการมีเงินทุนจากการกู้ยืมและกระแสเงินสดภายใน ส่วนแบ่งกำไรจึงช่วยเพิ่ม ROE ของ BCP ซึ่งเราคาดว่าจะอยู่ที่ 11.9/11.6% ในปี 2024-25F เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 8% BCP เข้าซื้อกิจการ ESSO เสร็จสิ้นในเดือนกันยายน 2023 ด้วยเงินสดจำนวน 36 พันลบ. หรือ 9.9 บาทต่อหุ้น ESSO

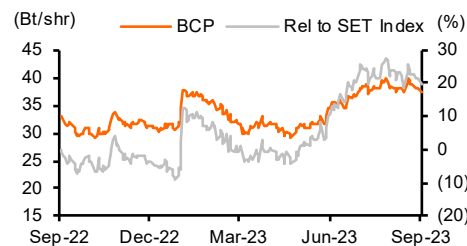
ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่แข็งแกร่ง

ธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียมต้นน้ำคิดเป็นราว 20% ของกำไรของ BCP ในปี 2022 เราคาดว่าราคาน้ำมันจะยังคงสูงตามการบริหารจัดการอุปทานของ OPEC เราปรับสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ของเรามาขึ้น US\$2-3/bbl เป็น US\$83/80/78/bbl ในปี 2023-25F นอกจากนี้ เรายังคาดว่าปริมาณการขายของ BCP จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญราว 42/74% ในปี 2024-25F โดยการเข้าซื้อหุ้นแหล่งน้ำมัน Stafford ในสัดส่วน 28% ในเดือนมีนาคม 2023

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	312,202	301,021	291,994	310,374
Net profit	12,575	8,494	7,884	8,637
Consensus NP	—	7,710	8,307	8,574
Diff frm cons (%)	—	10.2	(5.1)	0.7
Norm profit	15,337	8,953	8,496	9,045
Prev. Norm profit	—	6,753	8,334	8,919
Chg frm prev (%)	—	32.6	1.9	1.4
Norm EPS (Bt)	11.1	6.5	6.2	6.6
Norm EPS grw (%)	234.0	(41.6)	(5.1)	6.5
Norm PE (x)	3.3	5.7	6.0	5.7
EV/EBITDA (x)	1.7	3.4	3.8	3.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	6.0	4.1	3.8	4.2
ROE (%)	26.4	13.6	11.9	11.6
Net D/E (%)	40.9	62.9	74.6	63.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Sep-23 (Bt)	37.25
Market Cap (US\$ m)	1,444.5
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	59.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.0
12M Price H/L (Bt)	39.75/29.25
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: BCP's Profit Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Reported profit (Bt m)							
- New	1,732	(6,967)	7,624	12,575	8,494	7,884	8,637
- Old					6,516	8,334	8,919
- Change (%)					30.3	(5.4)	(3.2)
Norm profit (Bt m)							
- New	1,138	(4,450)	4,592	15,337	8,953	8,496	9,045
- Old					6,753	8,334	8,919
- Change (%)					32.6	1.9	1.4
Market GRM (US\$/bbl)							
- New	5.4	3.2	4.5	14.3	8.4	6.4	7.0
- Old					6.5	6.7	7.5
- Change (%)					29.7	(3.9)	(6.4)
E&P EBITDA (Bt m)							
- New	(36)	(1,004)	8,251	17,625	15,555	17,870	17,175
- Old					13,351	16,670	15,184
- Change (%)					16.5	7.2	13.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal value
EBITDA	32,428	34,236	31,751	30,595	31,127	31,193	30,288	31,329	30,357	30,429	30,501	
Free cash flow *	10,413	9,516	8,984	10,142	8,540	8,906	10,312	8,943	10,560	10,960	11,605	180,716
PV of free cash flow *	9,673	8,212	7,112	7,427	5,784	5,580	5,977	4,795	5,044	4,823	4,705	73,261
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	142,393											
Net debt	57,359											
Minority interest	22,632											
Equity value	62,402											
# of shares (m)	1,377											
Equity value/share (Bt)	45											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Valuation Comparison

Ex 3: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)
PetroChina	857 HK	China	3.5	(2.4)	7.2	7.4	0.8	0.7	3.8	3.8	6.8	6.4	11.0	9.5
Sinopec	386 HK	China	7.2	5.6	7.1	6.7	0.6	0.6	5.4	5.0	9.3	9.3	9.5	9.4
Average			5.4	1.6	7.1	7.0	0.7	0.7	4.6	4.4	8.1	7.9	10.2	9.4
SK Innovation	096770	S.Korea	(71.4)	172.3	23.0	8.5	0.8	0.7	9.7	6.2	2.1	2.1	3.2	8.6
S-Oil	010950	S.Korea	(54.9)	30.4	8.7	6.7	1.0	0.9	5.6	4.8	3.1	3.8	11.6	14.2
Average			(63.2)	101.3	15.9	7.6	0.9	0.8	7.7	5.5	2.6	3.0	7.4	11.4
Reliance Industries	RIL IB	India	12.8	10.1	na	na	na	na	na	na	na	na	8.3	8.9
Indian Oil	IOCL IB	India	(72.5)	na	19.3	6.1	1.0	0.9	11.6	5.7	4.0	8.8	5.2	17.0
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(66.3)	na	23.2	5.0	1.4	1.2	13.8	5.2	1.9	6.9	3.3	24.5
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	na	na	na	3.7	1.3	1.0	na	6.5	3.8	8.3	na	28.8
Average			(42.0)	10.1	21.3	4.9	1.2	1.0	12.7	5.8	3.2	8.0	5.6	19.8
Marathon Petroleum	MPC US	USA	(8.7)	(35.6)	6.8	10.5	2.5	2.6	4.7	6.5	1.9	2.1	31.5	20.6
Valero	VLO US	USA	(10.8)	(42.6)	5.7	10.0	1.8	1.7	3.9	6.0	2.8	2.9	33.6	17.0
Phillips 66	PSX US	USA	(15.9)	(18.5)	7.6	9.4	1.7	1.6	5.8	7.0	3.4	3.5	23.3	18.2
PBF Energy'	PBF US	USA	(54.0)	(38.6)	5.0	8.2	1.0	0.9	2.7	3.9	1.5	1.6	25.4	11.9
Delek	DK US	USA	(29.8)	(75.3)	7.9	32.1	2.0	2.0	4.2	5.5	2.9	2.8	23.8	8.2
Average			(23.9)	(42.1)	6.6	14.0	1.8	1.8	4.3	5.8	2.5	2.6	27.5	15.2
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(41.6)	(5.1)	5.7	6.0	0.7	0.7	3.4	3.8	4.1	3.8	13.6	11.9
ESSO (Thailand) *	ESSO TB *	Thailand	(51.7)	(18.0)	6.4	7.8	1.2	1.1	5.7	5.6	3.1	3.6	18.8	14.2
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	(52.1)	(16.7)	9.5	11.5	1.0	0.9	5.3	5.9	3.4	2.3	10.4	8.3
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(57.0)	(28.4)	6.2	8.7	0.6	0.6	7.7	10.3	5.0	3.8	10.7	7.3
Average			(50.6)	(17.0)	7.0	8.5	0.9	0.8	5.5	6.4	3.9	3.4	13.4	10.4
Total Average			(34.9)	10.8	11.6	8.4	1.1	1.0	7.0	5.6	4.1	5.0	12.8	13.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 11 September 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค้าน้ำมัน (เป็นอันดับ 3 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 16%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงาน โดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีการขยายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

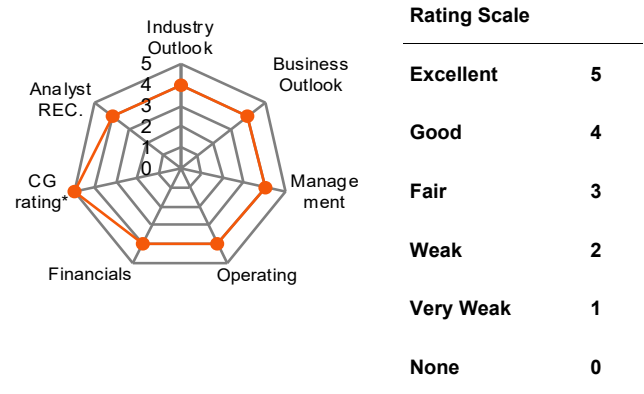
S — Strength

- 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)	43.11	45.00	4%
Net profit 23F (Bt m)	7,710	8,494	10%
Net profit 24F (Bt m)	8,307	7,884	-5%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2024F ของเรต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อค่าการกลั่น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของ consensus เล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อ synergy ในระยะยาวจากการเข้าซื้อ ESSO

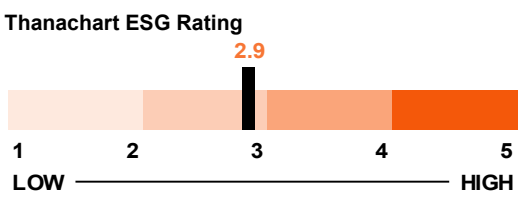
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญสำหรับการคาดการณ์ของเรา หากค่าการกลั่นตกลงอย่างมาก ตลาดอาจกังวลเกี่ยวกับงบดุลของ BCP
- Synergies ที่ต่ำกว่าที่คาดไว้จากการเข้าซื้อกิจการของ ESSO จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

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



	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)
BCP	YES	YES	-	AA	56.07	79.61	83.00	-	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.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ในปี 2022 BCP ปล่อย 0.94 ล้านตัน CO2 เทียบเท่า เพิ่มขึ้น 12% จากปี 2021 เราเชื่อว่าเป็นเพราะการฟื้นตัวของความต้องการหลังโควิด อย่างไรก็ตาม ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซอยู่ที่ 120 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานไทยที่ 280 กก./BOE การปล่อยคาร์บอน ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโรงกลั่น ซึ่งคิดเป็น 99% ของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) - กลยุทธ์หลักของบริษัทฯ ในการลดการปล่อยคาร์บอนคือการนำเสนอนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการปรับปรุงประสิทธิภาพของโรงงานและการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน BCP จัดการของเสียด้วยกลยุทธ์ 3Rs (Reduce, Reuse & Recycle) - BCP มีเป้าหมายในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และเป็นองค์กรที่มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ระบบการบริหารจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของกลุ่ม BCP เป็นไปตามมาตรฐาน ISO บริษัทฯ ไม่มีการฉ้อโกงและสารเคมีรั่วไหลอย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ในปี 2022 - BCP กล่าวว่าบริษัทฯ พยายามที่จะพัฒนาพนักงานและความสุขของพนักงาน ในปี 2022 พนักงานได้รับการฝึกอบรมโดยเฉลี่ย 29.08 ชั่วโมง และคะแนนการมีส่วนร่วมและผูกพันของบุคลากรอยู่ที่ 75% - บริษัทฯ ยังพยายามทำให้เกิดความผาสุกของชุมชนโดยรอบ พนักงานของ BCP ใช้เวลา 9,375 ชั่วโมง เป็นจิตอาสาในปี 2022
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- BCP มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสมในมุมมองของเรา มีกรรมการอิสระ 10 คน จากคณะกรรมการ 15 คน และประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ - ประวัติการทำ M&A ได้สร้างความกังวลในอดีต ด้วยการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก เช่น ธุรกิจลิเียร์และ E&P BCP ได้เห็นการด้อยค่าอย่างมากในทรัพย์สิน E&P อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้ดีขึ้นแล้วโดยบริษัทฯ ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักมากขึ้น เรามีทัศนคติเชิงบวกต่อการซื้อกิจการของ Esso และคาดหวังว่าการทำงานร่วมกันจะนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้น - งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และมีความชัดเจนในเรื่อง debt covenants หลังการเพิ่มทุน และการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าและเชื้อเพลิงชีวภาพ อย่างไรก็ตาม BCP มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	199,417	312,202	301,021	291,994	310,374
Cost of sales	179,179	262,503	271,695	264,557	281,143
Gross profit	20,238	49,699	29,326	27,437	29,231
% gross margin	10.1%	15.9%	9.7%	9.4%	9.4%
Selling & administration expenses	7,153	10,391	10,019	9,719	10,330
Operating profit	13,085	39,308	19,307	17,718	18,901
% operating margin	6.6%	12.6%	6.4%	6.1%	6.1%
Depreciation & amortization	8,075	10,004	12,303	14,709	15,335
EBITDA	21,159	49,312	31,609	32,428	34,236
% EBITDA margin	10.6%	15.8%	10.5%	11.1%	11.0%
Non-operating income	(512)	(4,754)	2,547	1,854	1,854
Non-operating expenses	0	0	1,905	0	0
Interest expense	(2,540)	(3,977)	(3,427)	(3,268)	(3,269)
Pre-tax profit	10,034	30,578	20,331	16,304	17,485
Income tax	4,263	12,852	9,790	7,846	8,539
After-tax profit	5,771	17,726	10,541	8,458	8,947
% net margin	2.9%	5.7%	3.5%	2.9%	2.9%
Shares in affiliates' Earnings	1,042	188	370	1,608	1,806
Minority interests	(2,221)	(2,577)	(1,958)	(1,569)	(1,708)
Extraordinary items	3,032	(2,762)	(459)	(612)	(408)
NET PROFIT	7,624	12,575	8,494	7,884	8,637
Normalized profit	4,592	15,337	8,953	8,496	9,045
EPS (Bt)	5.5	9.1	6.2	5.7	6.3
Normalized EPS (Bt)	3.3	11.1	6.5	6.2	6.6

We expect BCP's earnings to fall less than peers due to contribution from ESSO

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	69,372	111,349	83,886	72,084	75,984
Cash & cash equivalent	32,829	47,169	20,000	10,000	10,000
Account receivables	15,234	22,199	21,404	20,762	22,069
Inventories	18,497	29,533	30,567	29,764	31,630
Others	2,812	12,449	11,915	11,558	12,286
Investments & loans	14,070	3,505	3,505	3,505	3,505
Net fixed assets	69,233	73,018	103,816	105,106	105,771
Other assets	49,110	54,471	53,548	75,328	76,846
Total assets	201,785	242,344	244,755	256,024	262,107
LIABILITIES:					
Current liabilities:	34,105	47,852	51,326	50,521	52,301
Account payables	15,651	28,948	29,961	29,174	31,003
Bank overdraft & ST loans	1,257	1,101	3,868	4,177	3,871
Current LT debt	9,464	9,631	7,349	7,937	7,354
Others current liabilities	7,734	8,172	10,148	9,232	10,073
Total LT debt	69,787	70,507	66,142	71,434	66,186
Others LT liabilities	28,334	40,607	36,068	35,444	36,715
Total liabilities	132,226	158,966	153,536	157,398	155,202
Minority interest	16,092	20,674	22,632	24,201	25,909
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	12,069	12,099	12,099	12,099	12,099
Retained earnings	28,863	38,071	43,954	49,791	56,363
Shareholders' equity	53,467	62,704	68,587	74,424	80,996
Liabilities & equity	201,785	242,344	244,755	256,024	262,107

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	10,034	30,578	20,331	16,304	17,485
Tax paid	(4,263)	(12,852)	(9,790)	(7,846)	(8,539)
Depreciation & amortization	8,075	10,004	12,303	14,709	15,335
Chg In working capital	(7,793)	(4,704)	775	658	(1,344)
Chg In other CA & CL / minorities	8,341	(4,192)	2,788	1,049	1,920
Cash flow from operations	14,394	18,833	26,407	24,874	24,858
Capex	(22,741)	(13,789)	(43,100)	(16,000)	(16,000)
Right of use	(2,538)	(3,322)	0	0	0
ST loans & investments	0	(91)	91	0	0
LT loans & investments	1,516	10,564	0	0	0
Adj for asset revaluation	3,333	491	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,531	4,749	(4,367)	(23,016)	(655)
Cash flow from investments	(16,899)	(1,397)	(47,376)	(39,016)	(16,655)
Debt financing	17,513	733	(3,588)	6,189	(6,138)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,672)	(4,261)	(2,611)	(2,047)	(2,065)
Warrants & other surplus	(1,183)	431	0	0	0
Cash flow from financing	13,658	(3,097)	(6,199)	4,142	(8,203)
Free cash flow	(8,347)	5,045	(16,693)	8,874	8,858

We include in capex the
66% investment in ESSO

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	11.2	3.3	5.7	6.0	5.7
Normalized PE - at target price (x)	13.5	4.0	6.9	7.3	6.9
PE (x)	6.7	4.1	6.0	6.5	5.9
PE - at target price (x)	8.1	4.9	7.3	7.9	7.2
EV/EBITDA (x)	4.7	1.7	3.4	3.8	3.5
EV/EBITDA - at target price (x)	5.2	1.9	3.8	4.2	3.8
P/BV (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	3.6	2.7	1.9	2.1	2.1
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	5.4	6.0	4.1	3.8	4.2
FCF Yield (%)	(16.3)	9.8	(32.5)	17.3	17.3
(Bt)					
Normalized EPS	3.3	11.1	6.5	6.2	6.6
EPS	5.5	9.1	6.2	5.7	6.3
DPS	2.0	2.3	1.5	1.4	1.6
BV/share	38.8	45.5	49.8	54.1	58.8
CFO/share	10.5	13.7	19.2	18.1	18.1
FCF/share	(6.1)	3.7	(12.1)	6.4	6.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCP trades at a valuation
discount to peers despite
its higher ROE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	46.1	56.6	(3.6)	(3.0)	6.3
Net profit (%)	na	64.9	(32.5)	(7.2)	9.5
EPS (%)	na	64.9	(32.5)	(7.2)	9.5
Normalized profit (%)	na	234.0	(41.6)	(5.1)	6.5
Normalized EPS (%)	na	234.0	(41.6)	(5.1)	6.5
Dividend payout ratio (%)	36.1	24.6	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.1	15.9	9.7	9.4	9.4
Operating margin (%)	6.6	12.6	6.4	6.1	6.1
EBITDA margin (%)	10.6	15.8	10.5	11.1	11.0
Net margin (%)	2.9	5.7	3.5	2.9	2.9
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.4	0.6	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	5.2	9.9	5.6	5.4	5.8
Interest coverage - EBITDA (x)	8.3	12.4	9.2	9.9	10.5
ROA - using norm profit (%)	2.6	6.9	3.7	3.4	3.5
ROE - using norm profit (%)	9.2	26.4	13.6	11.9	11.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.6	30.5	16.1	11.8	11.5
- asset turnover (x)	1.1	1.4	1.2	1.2	1.2
- operating margin (%)	6.3	11.1	7.9	6.7	6.7
- leverage (x)	3.5	3.8	3.7	3.5	3.3
- interest burden (%)	79.8	88.5	85.6	83.3	84.2
- tax burden (%)	57.5	58.0	51.8	51.9	51.2
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	8.6	22.5	10.3	7.3	6.5
NOPAT (Bt m)	7,525	22,787	10,010	9,192	9,671
invested capital (Bt m)	101,145	96,774	125,946	147,972	148,406

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. 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, 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.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 25 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, 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 ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไดลงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทู 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 นริกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 naripom.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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