INITIATING COVERAGE

DAOL SEC

4 December 2023

Bangchak Corporation

Sector: Energy

จากโรงกลั่นสู่บริษัทพลังงานที่มีความหลากหลาย

Bloomberg ticker	BCP TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt43.75
Target price	Bt50.00
Upside/Downside	+14%
EPS revision	-

Bloomberg target price	Bt47.37
Bloomberg consensus	Buy 12 / Hold 4 / Sell 0

Stock data

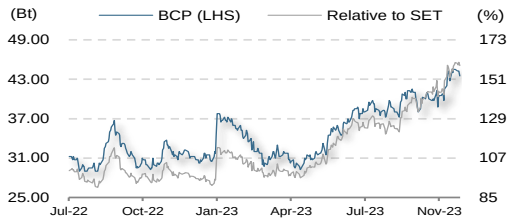
Stock price 1-year high/low	Bt45.25 / Bt28.75
Market cap. (Bt mn)	62,723
Shares outstanding (mn)	1,377
Avg. daily turnover (Bt mn)	253
Free float	59%
CG rating	Excellent
ESG rating	-

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	312,202	375,263	508,786	502,367
EBITDA	44,724	42,046	49,204	46,298
Net profit	12,575	15,786	11,824	13,438
EPS (Bt)	9.13	11.46	8.59	9.76
Growth	64.9%	25.5%	-25.1%	13.6%
Core EPS (Bt)	13.45	8.08	8.59	9.76
Growth	86.8%	-40.0%	6.3%	13.6%
DPS (Bt)	2.25	3.00	2.50	2.84
Div. yield	5.1%	6.9%	5.7%	6.5%
PER (x)	4.8	3.8	5.1	4.5
Core PER (x)	3.3	5.4	5.1	4.5
EV/EBITDA (x)	3.2	4.2	3.8	3.8
PBV (x)	1.0	0.8	0.7	0.6

Bloomberg consensus

Net profit	12,575	13,792	10,350	10,674
EPS (Bt)	9.13	10.02	7.52	7.75



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	5.5%	12.3%	35.9%	35.9%
Relative to SET	5.6%	24.1%	45.9%	51.5%

Major shareholders	Holding
1. Thai NVDR Co., Ltd.	14.94%
2. Social Security Office	14.27%
3. Vayupak Fund 1 (by MFC Asset Management)	9.92%

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น BCP ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 50.00 บาท อิงวิธี SOTP เราเชื่อว่าแนวโน้มธุรกิจของ BCP มีความน่าสนใจในปี 2024E-2025E จาก 1) การควบรวมกับ BSRC (ESSO เดิม) ทำให้กำลังการกลั่น (refining capacity) รวมเพิ่มขึ้น +145% เป็น 294 kbd กลายเป็นโรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และช่วยหนุนกำไรเติบโตดีตั้งแต่ปี 2024E และมี upside จาก synergy/cost savings, 2) ธุรกิจ E&P รับรู้ผลประกอบการจากแหล่ง Statfjord เต็มปี ส่งผลให้ปริมาณขายเพิ่มขึ้นเป็น 35.3-38.1 kboed ในปี 2024E-2025E จาก 16.2 kboed ปี 2022 และ 3) ธุรกิจโรงไฟฟ้า (BCPG) กระจายความเสี่ยงไปลงทุนใน โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (CCGT) ที่สหรัฐอเมริกา (US) ส่งผลให้ BCPG จะมีกำลังการผลิตรวม (operating capacity) เพิ่มขึ้นเป็น 1,161 MWe ในปี 2025E จากเดิม 14 MWe ในปี 2022 ทั้งนี้ เราคาด BCP จะมีกำไรปกติอยู่ในช่วง 1.11-1.34 หมื่นล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับฐานที่สูงผิดปกติที่ 1.85 หมื่นล้านบาทในปี 2022

ราคาหุ้น outperform SET +46% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนผลประกอบการที่แข็งแกร่งและความคาดหวังจากการเข้าซื้อบริษัท BSRC ราคาปัจจุบันสะท้อน 2024E PBV ที่น่าสนใจที่ 0.72x (ประมาณ -0.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้เราเชื่อว่าบริษัทจะรายงานกำไรที่เติบโตขึ้น YoY โดยได้แรงผลักดันจากปริมาณขายที่สูงขึ้นของธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติและการรับรู้กำไรส่วนแบ่งกำไรส่วนเพิ่มจากโรงไฟฟ้า CCGT ใน US

KEY HIGHLIGHTS

❑ **คาด BSRC หนุนกำไรตั้งแต่ปี 2024E โดยมี upside จาก synergy/cost savings หลังควบรวม** ทำให้ BCP มี refining capacity รวมเพิ่มขึ้น +145% เป็น 294 kbd กลายเป็นโรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในปัจจุบัน ทั้งนี้ เราประเมินว่า EBITDA ของธุรกิจโรงกลั่นและค้าขายน้ำมัน (รวมผลประกอบการของ BSRC) จะอยู่ในช่วง 1.58-1.78 หมื่นล้านบาทในปี 2023E-2024E ใกล้เคียงกับระดับที่แข็งแกร่งเป็นสถิติในปี 2022 ที่ 1.79 หมื่นล้านบาท ชดเชยแผนปิดซ่อมบำรุงใหญ่ของโรงกลั่นพระโขนง (120kbd) นอกจากนี้ BCP จะสามารถสร้าง synergy จากการมีโรงกลั่น 2 โรงได้ เบื้องต้นจากการรวมยอดสั่งซื้อน้ำมันดิบร่วมกัน ทำให้ต้นทุนต่อบาร์เรลในการนำเข้าถูกลง ในขณะที่ การหาจุดสมดุลของการผลิตร่วมกันได้ซึ่งจะส่งผลให้ค่าการกลั่น (GRM) โดยรวมของบริษัทดีขึ้น

❑ **ธุรกิจ E&P เติบโตดี จากการเข้าซื้อแหล่งผลิตน้ำมันและก๊าซฯอย่างต่อเนื่อง** BCP ซื้อหุ้น 45.7% ในบริษัท Okea ASA (OKEA) บริษัทสำรวจและผลิต (E&P) น้ำมันและก๊าซธรรมชาติในประเทศนอร์เวย์ ตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2018 ทั้งนี้ เราประเมินว่า EBITDA ของ OKEA จะอยู่ในช่วง 1.83-2.42 หมื่นล้านบาท (บนสัดส่วนลงทุน 100%) ในปี 2023E-2024E เทียบกับ 1.76 หมื่นล้านบาทในปี 2022 จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นอยู่ในช่วง 27.3-38.1 kboed ในปี 2023E-2024E จาก 16.2 kboed ในปี 2022 หลังการซื้อแหล่ง Ivar Aasen, Brage, และ Nova ในปี 2022 และ Statfjord ในปี 2023

❑ **ธุรกิจไฟฟ้าพลังงานสะอาดรุกตลาด US** บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน) (BCPG) (BCP ถือหุ้น 57.2%) ได้ขยายการลงทุนสู่ US CCGT ใน เดือน ก.พ.2023 โดยเข้าลงทุนทางอ้อม 8%-9% ในโรงไฟฟ้า Carroll County Energy (CCE) และ South Field Energy (SFE) กำลังการผลิตรวมที่ 151 MWe และเดือน ก.ค.2023 เข้าซื้อหุ้น 25% ในบริษัท Hamilton Holdings II LLC (212 MWe) และ Patriot (214 MWe) และในเดือน ต.ค.2023 เข้าซื้อหุ้นเพิ่มเติมอีก 40% ใน CCE ส่งผลให้ BCPG จะมี operating capacity ของบริษัทร่วม เพิ่มขึ้นเป็น 871 MWe ในปี 2023E-2024E จากเดิม 14 MWe ในปี 2022 เราประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (equity income) (หลักๆจาก BCPG) จะสูงขึ้นในช่วง 333-1,170 ล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับ 188 ล้านบาทในปี 2022

❑ **คาดกำไรปกติกลับมาฟื้นตัวในปี 2024E-2025E** เราประเมินว่ากำไรปกติของ BCP จะลดลงในปี 2023E หลักๆจากธุรกิจที่แกร่งผิดปกติในปี 2022 อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ากำไรปกติจะกลับมาฟื้นตัว 6.3%-13.6% ในปี 2024E-2025E จาก 1) ปริมาณการผลิตที่สูงขึ้นของธุรกิจโรงกลั่น 2) ปริมาณขายที่สูงขึ้นของธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ และ 3) equity income ที่ดีขึ้น

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 50.00 บาท อิง SOTP ทั้งนี้เราเชื่อว่าพัฒนาการของบริษัทในช่วงที่ผ่านมาทำให้กำไรของบริษัทมีความมั่นคงมากขึ้น แม้ว่ากำไร 4Q23E อาจจะอ่อนตัว QoQ จากฐานที่สูง แต่เราเชื่อว่ากำไรของบริษัทจะอยู่ในระดับที่สูงในปี 2023E-2024E เมื่อเทียบกับในอดีต

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

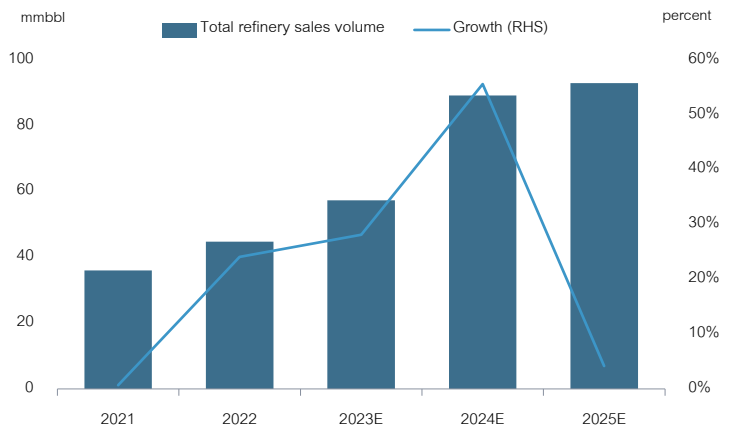
KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

❑ รับรู้กำไร BSRC เต็มปีจะช่วยผลักดันกำไรธุรกิจโรงกลั่นในปี 2024E

หลังจาก BCP ได้เข้าซื้อหุ้น 76.3% ในบริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) (เดิมคือ บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน): ESSO) BCP ได้เริ่มรับรู้กำไรของ BSRC เข้ามาตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย.2023 โดยเมื่อรวมกิจการของ BSRC เข้ามาทำให้ BCP มีกำลังการกลั่น (refining capacity) รวมเพิ่มขึ้นจากเดิม 145% เป็น 294 พันบาร์เรลต่อวัน (kbd) กลายเป็นบริษัทที่มี refining capacity ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในปัจจุบัน (ก่อนที่ บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) จะเริ่มโครงการ Clean Fuel Project: CFP) ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการรับรู้ปริมาณขายเต็มปีของ BSRC (refining capacity 174kbd) ในปี 2024E จะช่วยลดผลกระทบจากการที่ BCP มีแผนที่จะปิดซ่อมบำรุงใหญ่โรงกลั่นพระโขนง (refining capacity 120kbd) (มีการปิดซ่อมบำรุงใหญ่ครั้งที่แล้วในปี 2021) ได้ แม้ว่าโรงกลั่นของ BSRC จะมีอัตราการใช้กำลังการกลั่นในระดับที่ต่ำกว่าก็ตาม นอกจากนี้ เราเชื่อว่า BCP จะสามารถสร้าง synergy จากการมีโรงกลั่น 2 โรงได้ เบื้องต้นจากการรวมยอดสั่งซื้อน้ำมันดิบร่วมกัน ทำให้ต้นทุนต่อบาร์เรลในการนำเข้าน้ำมันดิบถูกลงเนื่องจากผลจาก economies of scale ในขณะที่ การวิเคราะห์การดำเนินงานร่วมกันระหว่างโรงกลั่นน่าจะทำให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการหาจุดสมดุลของการผลิตร่วมกันได้ซึ่งจะส่งผลให้ค่าการกลั่น (GRM) โดยรวมของบริษัทดีขึ้น

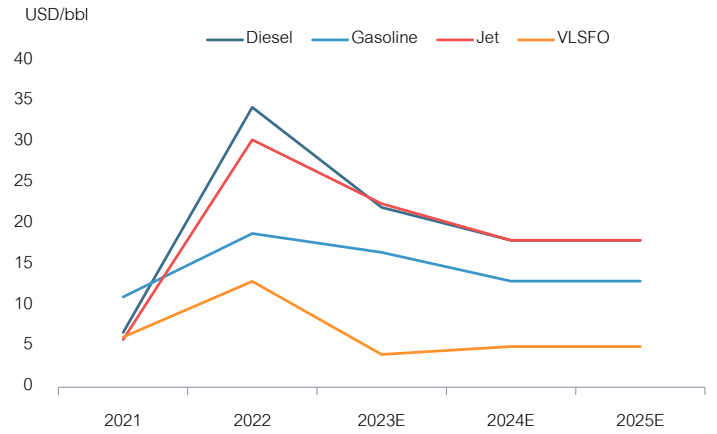
เราประเมินว่า consolidated EBITDA ของธุรกิจโรงกลั่นและค้าขายน้ำมัน (รวมผลประกอบการของ BSRC) จะอยู่ในช่วง 1.58-1.98 หมื่นล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับระดับที่เป็นสถิติที่ 1.79 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยเราประเมินว่าปริมาณขายรวมของ BCP จะสูงขึ้นที่ 3-year CAGR ที่ 28% เป็น 93.1mmbbl ในปี 2025E เทียบกับ 44.8mmbl เมื่อตอนมีโรงกลั่นเพียง 1 โรง สำหรับภาพรวม GRM นั้น เราประเมินว่าแนวโน้ม GRM ของทั้ง BCP และ BSRC จะยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับในอดีต (แม้ว่าจะต่ำกว่าปีที่แข็งแกร่งแบบผิดปกติในปี 2022) โดยเราคาดว่า BCP จะมีค่าการกลั่นจากการดำเนินงาน (operating GRM) ในช่วง USD8.2/bbl-USD9.8/bbl ในปี 2023E-2025E เทียบกับ USD14.3/bbl ในปี 2022 ในขณะที่ ประเมินว่า BSRC จะรายงาน operating GRM ในช่วง USD6.8/bbl-USD7.7/bbl ในปี 2023E-2025E เทียบกับ USD9.0/bbl ในปี 2022

Fig 1: Refinery sales volume forecast (2021-2025E)



Source: BCP, BSRC, DAOL

Fig 2: Crack spread forecast for key products



Source: TOP, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 3: Operating/accounting GRM forecast (BCP)

Source: BCP, DAOL

Fig 4: Operating/accounting GRM forecast (BSRC)

Source: BCP, BSRC, DAOL

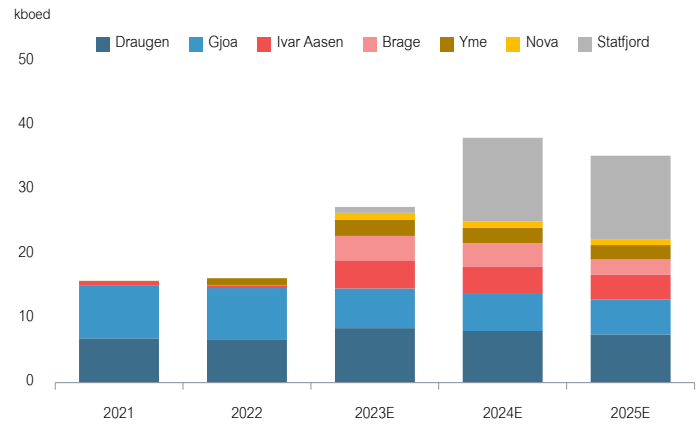
Remark: Figures include actual numbers from ESSO (pre-acquisition)

- **การเติบโตที่น่าสนใจของธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ**

BCP ได้เข้าไปซื้อหุ้น 45.7% ในบริษัท OKEA ซึ่งเป็นบริษัทสำรวจและผลิต (E&P) น้ำมันและก๊าซธรรมชาติในประเทศนอร์เวย์ เมื่อเดือน มิ.ย. 2018 ด้วยมูลค่าธุรกรรมรวม 939 ล้านโครนาสวีเดน (ประมาณ 3.8 พันล้านบาท ณ เวลานั้น) ทั้งนี้ OKEA มีปริมาณผลิตอยู่ที่ 18.7kboed ในปี 2018 และต่อมา OKEA ได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Oslo ในปี 2019 ตั้งแต่นั้นมา OKEA ได้มีการเข้าซื้อแหล่งผลิตน้ำมันและก๊าซฯอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่แหล่ง Ivar Aasen, Brage, และ Nova ในปี 2022 จนถึงแหล่ง Statfjord ในปี 2023 ทำให้ล่าสุด OKEA มีปริมาณการผลิตรวมอยู่ที่ 23.6kboed ใน 3Q23 ในขณะที่ ปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วและคาดว่าจะพบ (2P reserves) อยู่ที่ 98 ล้านบาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ (mmboe)

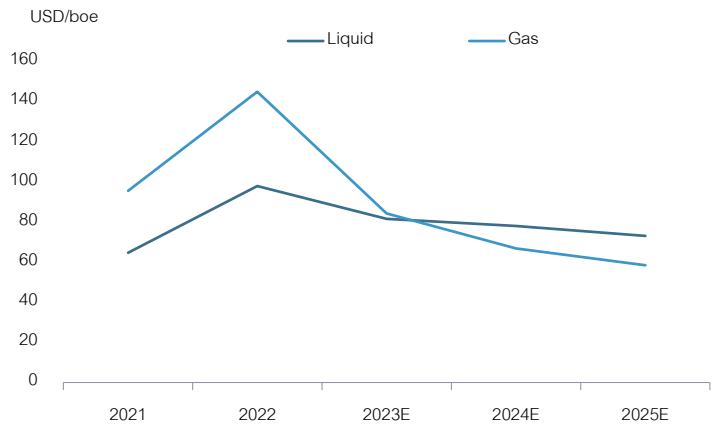
เราประเมินว่า consolidated EBITDA ของธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติจะอยู่ในช่วง 1.83-2.42 หมื่นล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับ 1.76 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยมีแรงผลักดันหลักๆมาจากปริมาณขายที่อยู่ในช่วง 27.3-38.1kboed ในปี 2023E-2025E เพิ่มขึ้นจาก 16.2kboed โดยเราคาดว่าการเติบโตที่สำคัญจะมาจากการรับรู้ปริมาณผลิตของแหล่ง Statfjord ซึ่งจะเข้ามาตั้งแต่ 4Q23E

Fig 5: OKEA's sales volume forecast



Source: OKEA, BCP, DAOL

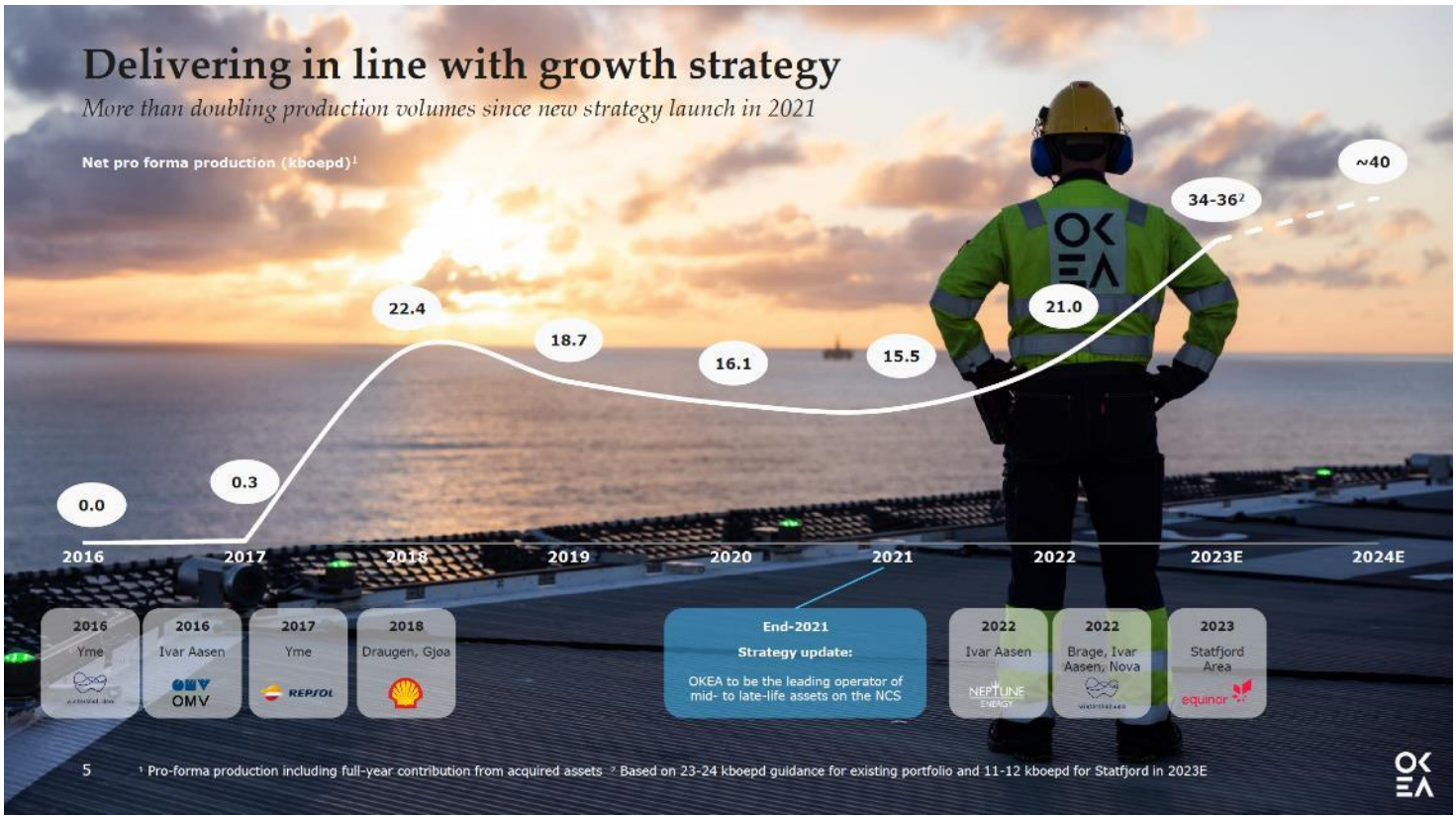
Fig 6: Realised price forecast



Source: OKEA, BCP, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 7: Timeline of OKEA



Source: OKEA, DAOL

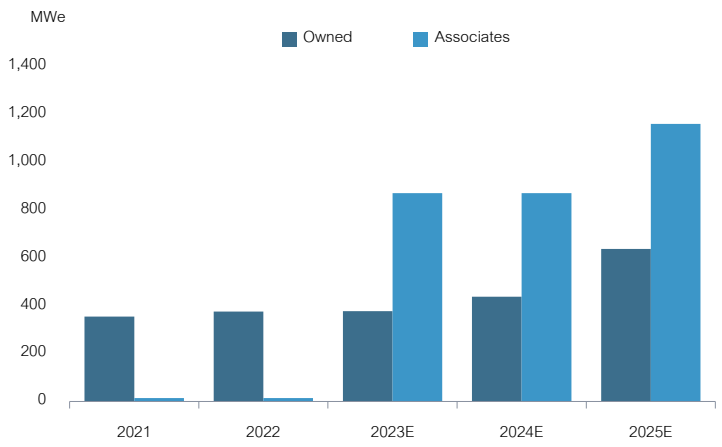
❑ **ธุรกิจไฟฟ้าพลังงานสะอาดน่าจะได้ประโยชน์จากการรับรู้ CCGT เต็มปีในปี 2024E**

ตั้งแต่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เมื่อปี 2016 BCPG (BCP ถือหุ้น 57.2% ในปัจจุบัน) ได้มีการลงทุนในธุรกิจพลังงานสะอาดมาอย่างต่อเนื่องและได้ขยายเข้าไปทำโรงไฟฟ้าที่ใช้พลังงานหลากหลายประเภท ตั้งแต่พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังงานน้ำ จนถึงโรงไฟฟ้า CCGT ซึ่ง BCPG ได้เข้าไปลงทุนครั้งแรกในเดือน ก.พ.2023 ด้วยงบลงทุน USD115mn สำหรับการเข้าถือหุ้นในโรงไฟฟ้า CCE และ SFE ด้วยกำลังการผลิตรวมที่ 151 MWe ก่อนที่ต่อมาในเดือน ก.ค.2023 BCPG ได้ลงทุนเพิ่มเติมอีกไม่เกิน USD260mn สำหรับการเข้าซื้อหุ้น 25% ในบริษัท Hamilton Holdings II LLC ซึ่งดำเนินโครงการโรงไฟฟ้า Liberty (กำลังการผลิต 212 MWe) และ Patriot (กำลังการผลิต 214 MWe) ที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) และล่าสุดในเดือน ต.ค.2023 BCPG ได้เข้าซื้อหุ้นเพิ่มเติมอีก 40% ใน CCE และทำให้เพิ่มกำลังการผลิตจาก 61 MWe เป็น 341 MWe ซึ่งเราเชื่อว่า BCPG และ BCP จะได้ประโยชน์จากการรับรู้กำไรเต็มปีของโรงไฟฟ้า CCGT ทั้ง 4 แห่งในปี 2024E นอกจากนี้ BCPG ยังตั้งเป้าที่จะ COD โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม Monsoon ที่มีกำลังการผลิต 290 MWe ในประเทศลาว ภายในปี 2025E

เราประเมินว่า equity income ของ BCP จะสูงขึ้นในช่วง 333-1,170 ล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับ 188 ล้านบาทในปี 2022 สอดคล้องกับ MWe ที่เพิ่มขึ้นในบริษัทร่วมเป็น 871-1,161 MWe ในปี 2023E-2025E จากเดิม 14 MWe ในปี 2022

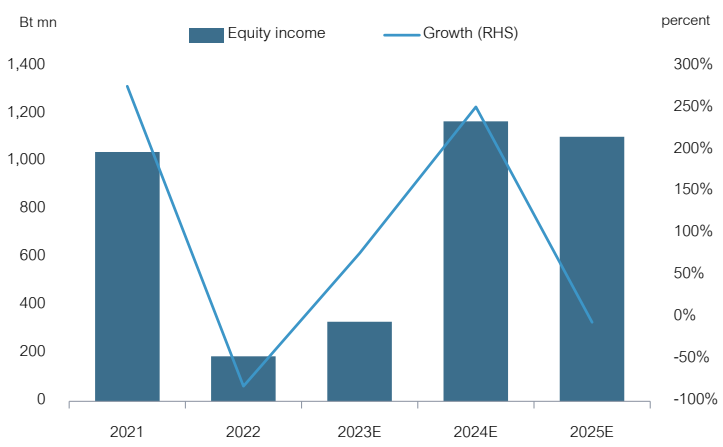
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 8: BCPG's capacity forecast (owned/associates)



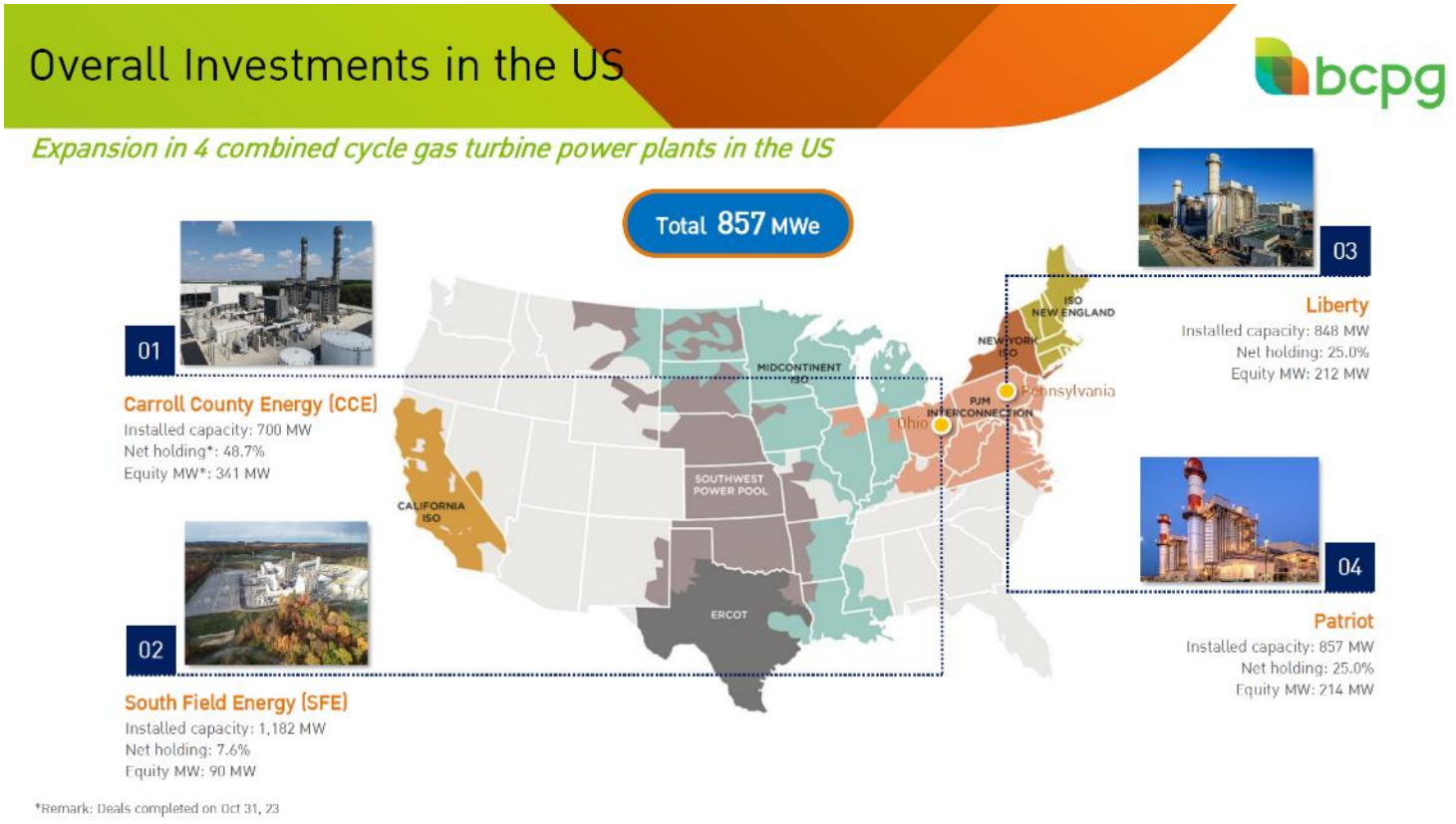
Source: BCP, BCPG, DAOL

Fig 9: Equity income forecast



Source: BCP, BCPG, DAOL

Fig 10: BCPG's investments in US CCGT



Source: BCPG, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

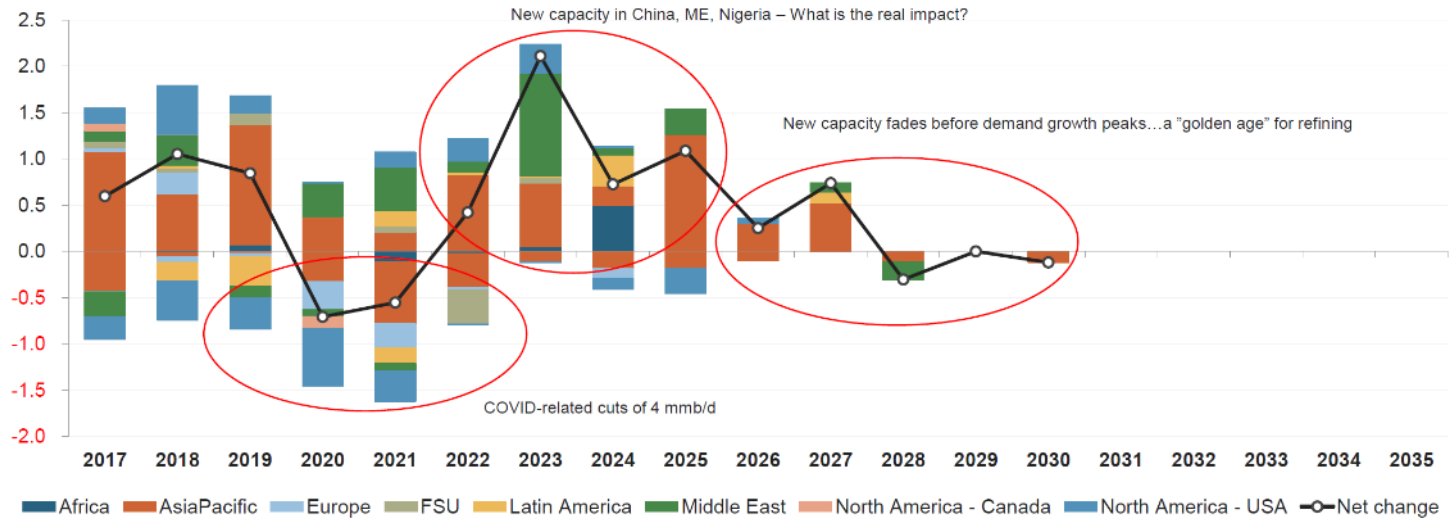
INDUSTRY OUTLOOK

❑ **ยุคทองของโรงกลั่นรออยู่ข้างหน้า**

ตามข้อมูลของบริษัทที่ปรึกษาด้านพลังงานชั้นนำ FGE ได้ประเมินว่าจะมี refining capacity ใหม่ทั่วโลกสุทธิเพิ่มขึ้นในอัตราที่น้อยลงในปี 2024E เทียบกับปี 2023E โดยกำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่ในปี 2024E คาดว่าจะมาจากทวีปละตินอเมริกาและแอฟริกา โดยมีกำลังการผลิตใหญ่ที่สุดมาจากโรงกลั่น Dangote (มี refining capacity ที่ 650kbd) ในประเทศไนจีเรีย เทียบกับปี 2023E ที่กำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่จะมาจากทวีปตะวันออกกลาง (รวมถึงโรงกลั่น Al Zour ที่มี refining capacity รวมที่ 615kbd) ทั้งนี้ แม้ net refining capacity คาดว่าจะสูงขึ้นอีกครั้งในปี 2025E แต่ FGE คาดว่าหลังจาก net refining capacity ใหม่จะลดลงอย่างมาก ซึ่งจะน่าจะช่วนสนับสนุน GRM ในระยะยาวได้

สำหรับภาพรวมอุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปในประเทศไทยในปี 2024E มีการประเมินว่าอุปสงค์ของผลิตภัณฑ์หลักส่วนใหญ่จะปรับตัวดีขึ้น โดยอุปสงค์น้ำมันเบนซิน (gasoline) คาดว่าจะสูงขึ้น 3.7% YoY เป็น 32.9 ล้านลิตรต่อวัน (mmlpd) จากจำนวนเที่ยวเดินทางที่สูงขึ้น ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันดีเซล (diesel) น่าจะสูงขึ้นเล็กน้อย 0.4% YoY เป็น 67.6mmlpd สอดคล้องกับแนวโน้มความต้องการในภาคขนส่ง, อุตสาหกรรม, และการเกษตรที่ดีขึ้น ส่วนอุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันอากาศยาน (jet fuel) จะยังคงปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง 24.2% YoY เป็น 17.2mmlpd อย่างไรก็ดี อุปสงค์น้ำมันเตา (fuel oil) คาดว่าจะลดลง 1.7% YoY เป็น 5.4mmpld จากอุปสงค์จากโรงไฟฟ้าที่ต่ำลง

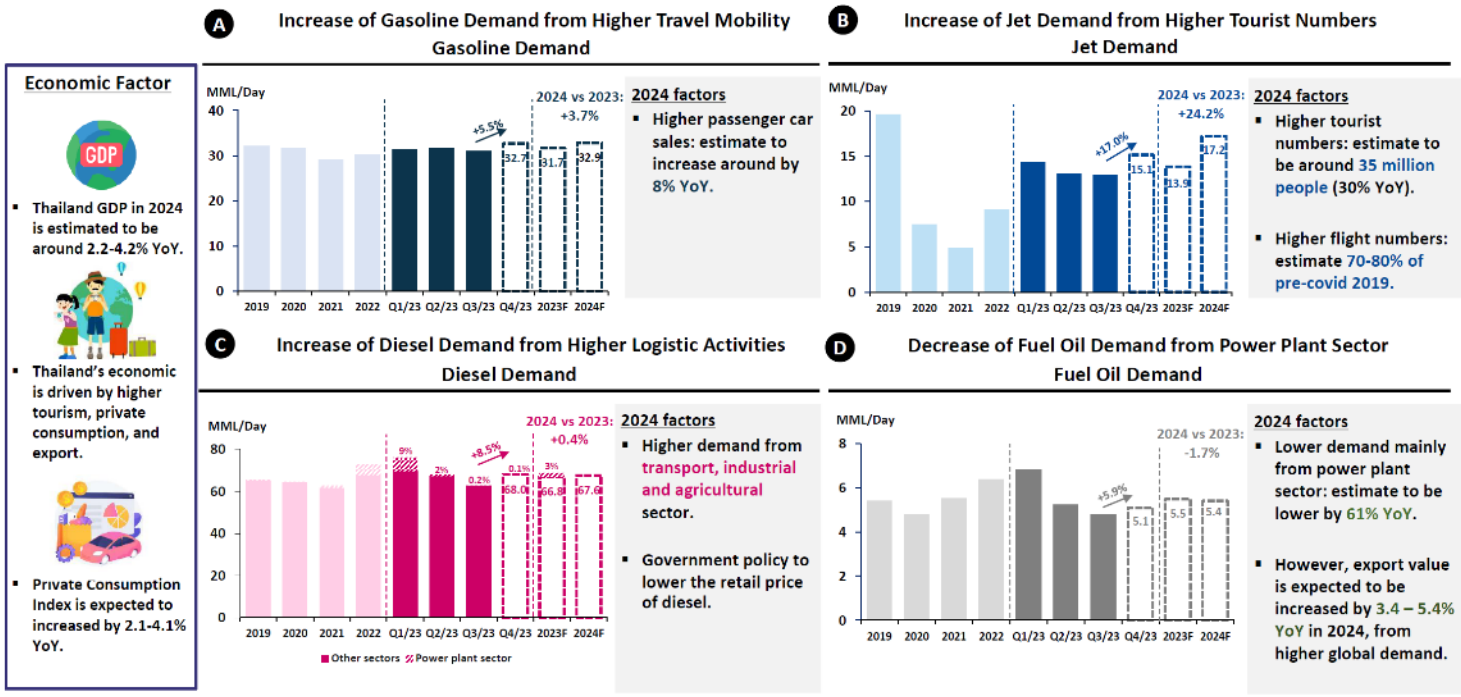
Fig 11: New global refining capacity expected to sharply drop since 2026E



Source: FGE

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 12: Thailand petroleum demand outlook in 2024E



Source: Department of Energy Business (DOEB), Ministry of Finance (MOF), Tourism Authority of Thailand (TAT), Airport of Thailand (AOT), PTT, Thai Oil (TOP)

FINANCIAL HIGHLIGHT

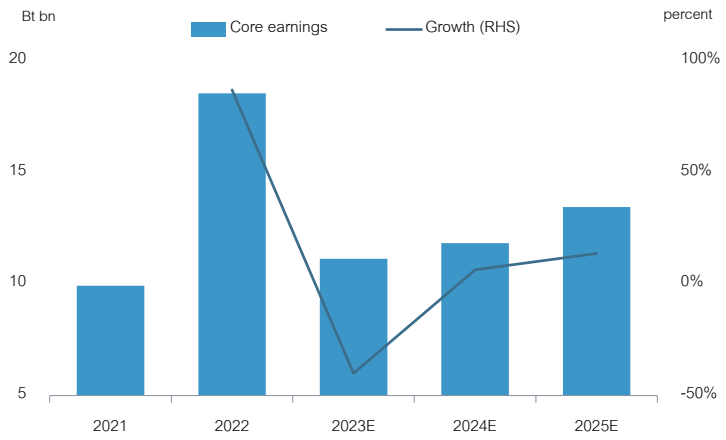
❑ **คาดกำไรปกติฟื้นตัวในปี 2024E-2025E ในขณะที่ EBITDA ยังอยู่ในทิศทางขาขึ้น**

เราประเมินว่า BCP จะรายงานกำไรปกติอยู่ในช่วง 1.11-1.34 หมื่นล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับ 1.85 หมื่นล้านบาทในปี 2022 ทั้งนี้ เราเชื่อว่ากำไรปกติจะลดลง 40% YoY ในปี 2023E จากผลกระทบของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและน้ำมันดิบ (crack spread) ที่สูงผิดปกติจากผลกระทบของสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครนในปีที่แล้ว อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ากำไรปกติจะกลับมาฟื้นตัว 6.3%-13.6% ในปี 2024E-2025E จาก 1) ปริมาณการผลิตที่สูงขึ้นของธุรกิจโรงกลั่น 2) ปริมาณขายที่สูงขึ้นของธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ และ 3) equity income ที่ดีขึ้น ทั้งนี้ เราคาดว่าบริษัทจะรายงาน EBITDA ที่แข็งแกร่งในช่วง 4.20-4.92 หมื่นล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับ 4.47 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยหลักๆเป็นผลจากกำไรจากธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติที่สูงขึ้น

นอกจากนี้ เราประเมินว่าบริษัทจะรับรู้รายได้ที่อยู่ในช่วงที่สูงขึ้นที่ 3.75-5.02 แสนล้านบาทในปี 2023E-2025E เทียบกับ 3.12 แสนล้านบาทในปี 2022 โดยหลักๆเป็นผลจาก 1) การรับรู้ผลประกอบการของ BSRC และ 2) รายได้ของธุรกิจการตลาดที่สูงขึ้น

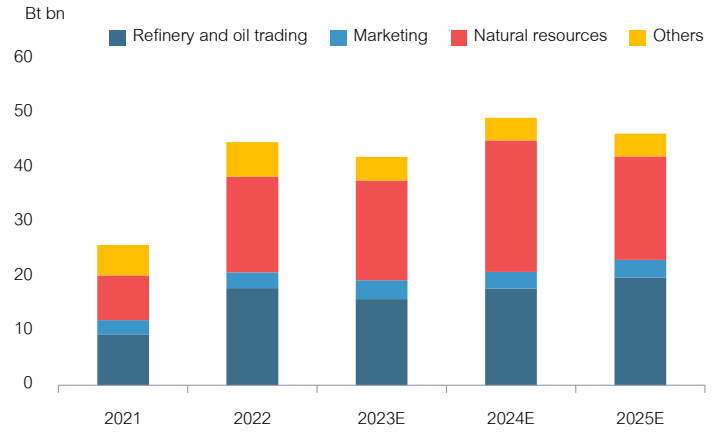
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 13: Core profits forecast



Source: BCP, DAOL

Fig 14: EBITDA forecast



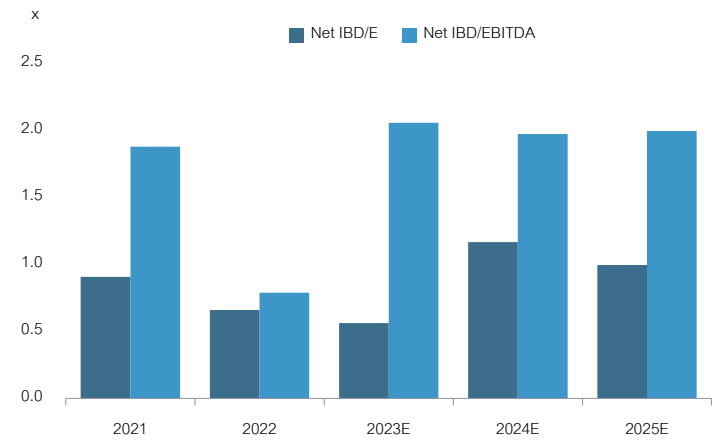
Source: BCP, DAOL

❑ **คาด leverage ratio ยังอยู่ในระดับที่ดีใน 2023E-2025E ขณะที่ dividend yield อยู่ในระดับสูง**

เราประเมินว่า BCP จะสามารถรักษาอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (leverage ratio) ที่อยู่ในระดับที่ดีในปี 2023E-2025E แม้ว่าจะมีงบลงทุน (CAPEX) ที่สูง โดยเราประเมินอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุน (net IBD/E) จะอยู่ในช่วง 0.6x-1.2x ในปี 2023E-2025E เทียบกับ 0.7x ในปี 2022 ขณะที่นโยบายอยู่ที่ต่ำกว่า 2.0x ในขณะเดียวกัน เราประเมินอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อ EBITDA (net IBD/EBITDA) ที่อยู่ในช่วง 2.0x-2.1x ในปี 2023E-2025E สูงขึ้นจาก 0.8x ในปี 2022 ทั้งนี้ BCP ใช้งบ CAPEX 9M23 ที่ประมาณ 5.7 หมื่นล้านบาท ซึ่งเราเชื่อว่าจะมี downside สำหรับเป้าปี 2023E ที่ 9.0 หมื่นล้านบาท ก่อนหน้านี้

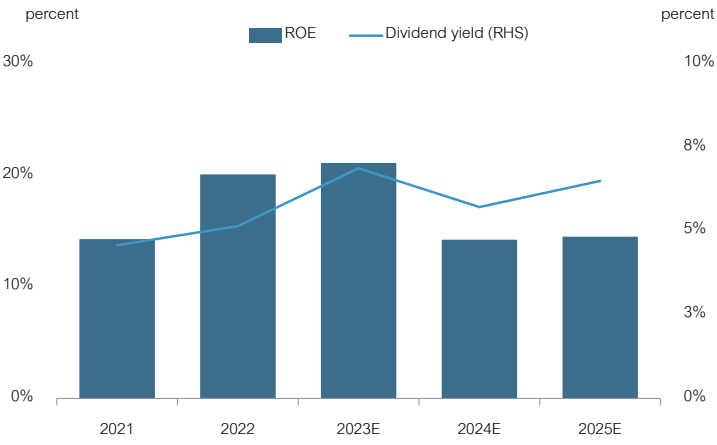
นอกจากนี้ เราประเมินว่าบริษัทจะมีอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (profitability ratio) ที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับอดีตโดยเราประเมิน อัตราส่วนผลตอบแทนต่อทุน (ROE) ที่อยู่ในช่วง 14.2%-21.1% ในปี 2023E-2025E เทียบกับ 20.1% ในปี 2022 ซึ่งบริษัทได้ประโยชน์จากธุรกิจโรงกลั่นที่สูงเป็นพิเศษ นอกจากนี เราประเมินว่าบริษัทจะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend yield) ที่น่าดึงดูดที่อยู่ในช่วง 5.7%-6.9% ในปี 2023E-2025E สูงขึ้นจาก 5.1% ในปี 2022 โดยบริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลที่ระดับไม่น้อยกว่า 30% ของกำไรสุทธิ

Fig 15: Leverage ratio forecast



Source: BCP, DAOL

Fig 16: ROE/dividend yield forecast



Source: BCP, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 50.00 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น BCP ด้วยวิธี Sum of the parts (SOTP) โดยเราประเมิน valuation รายธุรกิจ ดังนี้ 1) เราประเมินธุรกิจโรงกลั่นโดยอิง 2024E EV/EBITDA ที่ 4.0x ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งในภูมิภาคเล็กน้อยที่ 4.6x 2) เราประเมินธุรกิจการตลาดโดยอิง 2024E EV/EBITDA ที่ 8.0x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นผู้นำตลาดอย่าง OR ที่ 9.7x และ 3) เราประเมินมูลค่าของบริษัทร่วม 3 บริษัท คือ BCPG, BBGI, และ OKEA โดยอิงบนราคาเป้าหมายของ Bloomberg consensus ทั้งนี้เรามีการปรับใช้ holding discount บนบริษัทเหล่านี้ในช่วง 10%-20% ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน 2024E PBV ที่ไม่แพงที่ 0.72x (ประมาณ -0.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง)

Fig 17: SOTP valuation

Business	Enterprise value	Market value	Remark
Refinery	69,626		2024E EV/EBITDA of 4.0x
Marketing	24,444		2024E EV/EBITDA of 8.2x
Net debt		(51,759)	
		42,311 30.7	
Holdings in associates and subsidiaries			
BCPG		20,257 13.2	Bloomberg consensus with 10% holding discount
BBGI		2,993 1.7	Bloomberg consensus with 20% holding discount
OKEA		7,362 4.3	Bloomberg consensus with 20% holding discount
		2024E TP 50.0	

Source: DAOL

Fig 18: Peer comparison

Stock	Rec	Price 01-Dec-23	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%) 23E	Net profit gwth (%) 24E	Core profit gwth (%) 23E	Core profit gwth (%) 24E	PER (x) 23E	PER (x) 24E	PBV (x) 23E	PBV (x) 24E	Div. yield (%) 23E	Div. yield (%) 24E	EV/EBITDA (x) 23E	EV/EBITDA (x) 24E
BAFS	HOLD	24.00	28.00	16.7	n.m.	175.2	n.m.	175.2	190.4	69.2	3.3	3.2	0.4	0.9	20.4	19.0
BANPU	HOLD	7.50	8.20	9.3	-73.7	-10.6	-92.9	72.4	7.1	8.0	0.5	0.5	4.1	3.8	7.1	6.2
BCP	BUY	43.75	50.00	14.3	25.5	-25.1	-40.0	6.3	3.8	5.1	0.8	0.7	6.9	5.7	4.8	4.4
* BSRC	NR	8.55	11.35	32.7	-58.6	23.9	-56.0	12.1	6.6	6.3	1.0	0.9	4.3	5.4	7.4	6.1
* IRPC	NR	1.99	2.41	20.9	n.m.	n.m.	n.m.	1,526.3	331.7	13.3	0.5	0.5	1.8	3.4	11.6	8.2
OR	BUY	20.20	22.00	8.9	30.8	-10.1	22.2	-8.0	17.9	19.9	2.2	2.1	3.0	2.7	9.6	9.7
PTG	BUY	8.45	10.00	18.3	-12.7	38.9	-12.7	38.9	17.3	12.5	1.6	1.5	2.3	3.2	3.7	3.3
* PTT	NR	35.25	38.92	10.4	7.0	3.9	1.7	1.5	10.1	9.8	0.9	0.9	5.3	5.5	5.3	4.6
PTTEP	HOLD	148.50	180.00	21.2	2.2	-4.0	-15.6	-9.8	8.1	8.5	1.1	1.0	6.1	6.1	3.4	3.7
SPRC	BUY	8.15	11.00	35.0	-55.7	15.5	-56.0	-1.9	10.4	9.0	0.8	0.8	5.5	6.1	5.5	5.2
TOP	BUY	51.25	64.00	24.9	-43.5	-22.8	-32.5	-43.5	6.2	8.0	0.7	0.7	6.4	5.3	7.0	9.6
Sector					-13.0	-2.0	-29.4	-3.9	55.4	15.4	1.2	1.2	4.2	4.4	7.8	7.3

*Sources: *Bloomberg consensus, DAOL*

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 19: Key assumptions

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
Dubai crude oil price	$/bbl	68.9	97.1	82.5	75.0	70.0
EBITDA						
Refinery and oil trading	Bt mn	9,362	17,864	15,849	17,807	19,827
Marketing		2,614	2,909	3,488	3,044	3,257
Natural resources		8,252	17,625	18,349	24,190	19,024
Others		5,591	6,326	4,359	4,163	4,191
Total		25,819	44,724	42,046	49,204	46,298
Refinery and oil trading						
BCP						
Capacity	kbd	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
Crude run		98.9	122.6	119.9	110.4	114.0
Operating GRM	USD/bbl	4.5	14.3	9.8	8.2	8.6
Accounting GRM		9.7	15.4	8.9	7.5	7.8
BSRC						
Capacity	kbd	174.0	174.0	174.0	174.0	174.0
Crude run		122.8	131.0	118.8	137.5	144.4
Operating GRM	USD/bbl	3.1	9.0	7.7	6.8	7.3
Accounting GRM		7.5	9.4	6.9	6.5	7.0
Marketing						
Sales volume	Mn litres	4,855	5,976	6,542	6,807	7,181
Net marketing margin	Bt/litre	0.83	0.94	0.94	0.87	0.87
Electricity						
Total operating capacity	MWe	370	391	1,250	1,310	1,800
Consolidated		355	376	379	439	639
Associates		14	14	871	871	1,161
Natural resources						
Sales volume	kboed	15.8	16.2	27.3	38.1	35.3
Realised prices						
Liquid	USD/boe	64.7	97.9	81.5	78.0	73.0
Gas		95.5	144.9	84.2	66.8	58.4
Equity income	Bt mn	1,042	188	333	1,170	1,105

Source: Company, DAOL SEC

Remark: 2021-2023E BSRC figures include actual numbers from ESSO (pre-acquisition)

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

COMPANY PROFILE

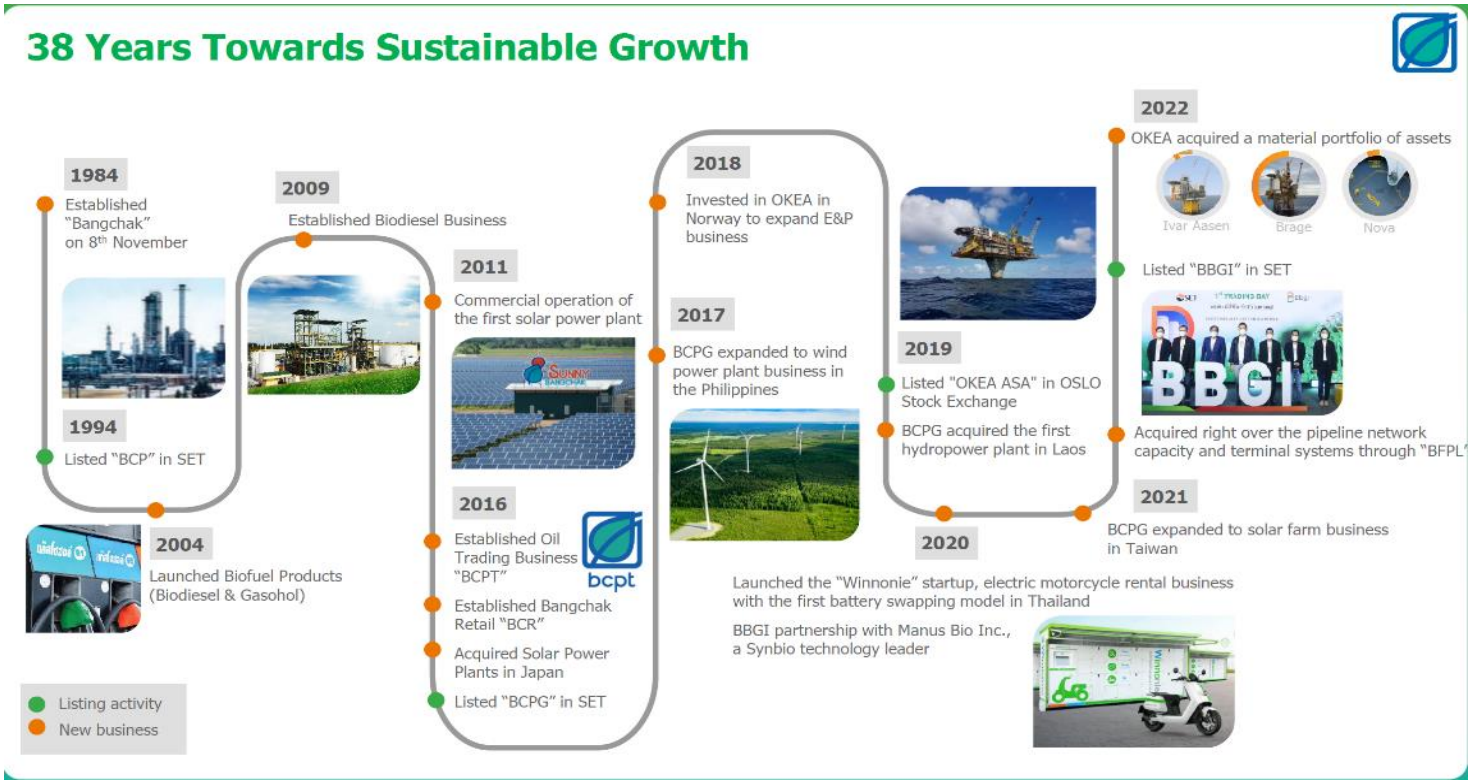
❑ จากโรงกลั่นสู่บริษัทพลังงานที่มีความหลากหลาย

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (BCP) (เดิมชื่อ บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด) ถูกจัดตั้งขึ้นเมื่อปี 1984 และได้จดทะเบียนใน SET เมื่อปี 1994 BCP นั้นเริ่มดำเนินธุรกิจแรก คือ โรงกลั่นและการค้าน้ำมัน หลังจากจากนั้น บริษัทก็ได้ขยายเข้าไปทำธุรกิจที่หลากหลายตั้งแต่ ธุรกิจการตลาด ธุรกิจผลิตภัณฑ์ชีวภาพ ธุรกิจไฟฟ้าพลังงานสะอาด รวมถึง ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ โดยล่าสุดในปี 2023 BCP ได้ทำการเข้าซื้อหุ้น 76.3% BSRC และทำให้ refining capacity รวมของบริษัทอยู่ที่ 294kbd ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยในปัจจุบัน

ทั้งนี้ กำลังการผลิตรวมของแต่ละธุรกิจของบริษัทมี ดังนี้

1) ธุรกิจโรงกลั่นและการค้าน้ำมัน (คิดเป็น 45% ของ 3Q23 consolidated EBITDA ซึ่งรวมผลประกอบการของ BSRC 1 เดือน) มี refining capacity รวมอยู่ที่ 294kbd (แบ่งออกเป็นโรงกลั่นพระโขนง 120kbd และโรงกลั่น BSRC 174kbd)
2) ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติ (คิดเป็น 35% ของ 3Q23 consolidated EBITDA) เป็นธุรกิจที่ดำเนินการโดยบริษัท OKEA ซึ่งปัจจุบันมีโครงการอยู่ 7 แหล่งทั่วนอร์เวย์
3) ธุรกิจการตลาด (คิดเป็น 10% ของ 3Q23 consolidated EBITDA) มีจำนวนสถานีบริการน้ำมันอยู่ 1,370 แห่งภายใต้แบรนด์บางจาก และ 833 แห่งภายใต้แบรนด์ ESSO (ณ สิ้น 3Q23)
4) ธุรกิจพลังงานสะอาด (คิดเป็น 10% ของ 3Q23 consolidated EBITDA) เป็นธุรกิจที่ดำเนินการโดยบริษัท BCPG มีกำลังการผลิตรวมอยู่ที่ 970 MWe ในปัจจุบัน (รวม CCGT) โดยมีโรงไฟฟ้าพลังงานสะอาดหลายประเภท ตั้งแต่ พลังงานแสงอาทิตย์ ลม และน้ำ
5) ธุรกิจผลิตภัณฑ์ชีวภาพ (คิดเป็น 1% ของ 3Q23 consolidated EBITDA) เป็นธุรกิจที่ดำเนินการโดยบริษัท บีบีจีไอ จำกัด (มหาชน) (BBGI) ซึ่งมีผลิตภัณฑ์หลักคือ B100 และเอทานอล

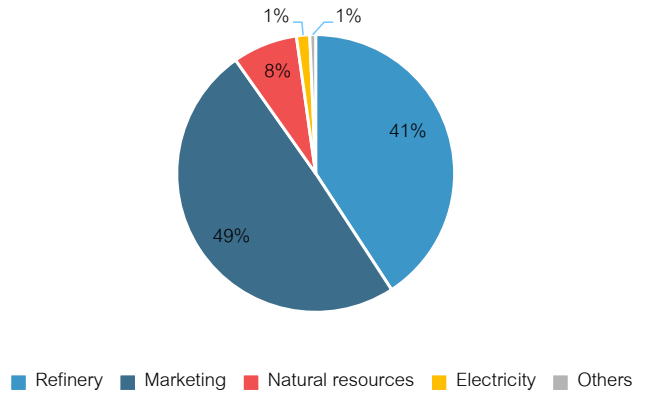
Fig 20: BCP's journey



Source: BCP

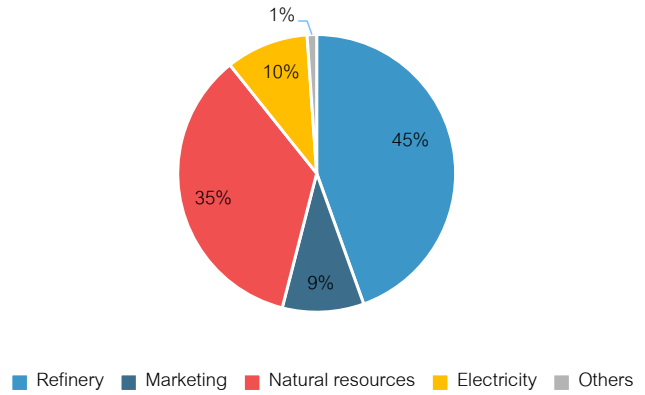
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 21: Revenue breakdown (3Q23)



Source: BCP, DAOL

Fig 22: Consolidated EBITDA breakdown (3Q23)



Source: BCP, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Sales	76,951	82,400	80,380	68,023	94,346
Cost of sales	(67,675)	(75,879)	(72,071)	(62,631)	(81,996)
Gross profit	9,276	6,521	8,309	5,393	12,350
SG&A	(2,177)	(4,030)	(1,938)	(2,498)	(3,010)
EBITDA	11,487	6,951	10,992	6,628	13,813
Finance costs	(1,093)	(1,005)	(1,032)	(1,000)	(1,315)
Core profit	3,009	(281)	1,678	973	6,159
Net profit	2,470	473	2,741	458	11,011
EPS	1.79	0.34	1.99	0.33	8.00
Gross margin	12.1%	7.9%	10.3%	7.9%	13.1%
EBITDA margin	14.9%	8.4%	13.7%	9.7%	14.6%
Net profit margin	3.2%	0.6%	3.4%	0.7%	11.7%

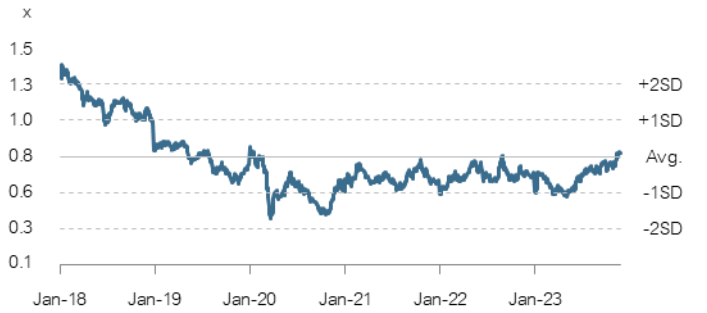
Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash & deposits	32,022	45,932	29,182	27,477	24,419
Accounts receivable	15,234	22,199	26,683	36,177	35,721
Inventories	18,497	29,533	37,530	52,264	51,326
Other current assets	3,620	13,686	7,505	8,242	8,138
Total cur. assets	**69,372**	**111,349**	**100,900**	**124,161**	**119,604**
Investments	18,744	7,136	30,148	31,672	31,274
Fixed assets	69,233	73,018	124,158	131,730	137,264
Other assets	44,436	50,841	62,294	67,160	66,312
Total assets	**201,785**	**242,344**	**317,499**	**354,722**	**354,454**
Short-term loans	1,257	1,101	2,627	3,053	3,014
Accounts payable	15,651	28,948	36,786	51,229	50,309
Current maturities	9,464	9,631	16,489	12,750	16,425
Other current liabilities	7,734	8,172	21,549	23,404	23,109
Total cur. liabilities	**34,105**	**47,852**	**77,452**	**90,436**	**92,857**
Long-term debt	69,787	70,507	96,518	108,768	97,343
Other LT liabilities	28,334	40,607	45,594	48,080	47,474
Total LT liabilities	**98,121**	**111,114**	**142,112**	**156,848**	**144,817**
Total liabilities	**132,226**	**158,966**	**219,564**	**247,284**	**237,674**
Registered capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
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
Retained earnings	28,863	38,071	49,721	58,104	67,632
Others	(4,023)	(8,576)	(10,446)	(11,565)	(11,381)
Minority interests	16,092	20,674	23,063	24,182	23,998
Shares' equity	**53,467**	**62,704**	**74,872**	**83,256**	**92,783**

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net profit	7,624	12,575	15,786	11,824	13,438
Depreciation	8,075	10,004	14,975	20,828	22,466
Chg in working capital	(4,674)	(14,332)	14,915	(8,668)	284
Others	2,540	5,868	(6,466)	(2,380)	241
CF from operations	**13,565**	**14,115**	**39,210**	**21,604**	**36,428**
Capital expenditure	(19,468)	(12,031)	(66,115)	(28,400)	(28,000)
Others	(1,335)	11,608	(23,012)	(1,524)	398
CF from investing	**(20,803)**	**(423)**	**(89,127)**	**(29,924)**	**(27,602)**
Free cash flow	**(7,238)**	**13,692**	**(49,916)**	**(8,320)**	**8,826**
Net borrowings	17,263	732	34,395	8,937	(7,789)
Equity capital raised	(96)	755	282	0	0
Dividends paid	(1,900)	(3,055)	(4,136)	(3,441)	(3,910)
Others	5,575	3,856	2,625	1,119	(185)
CF from financing	**20,842**	**2,289**	**33,166**	**6,615**	**(11,884)**
Net change in cash	**13,604**	**15,981**	**(16,750)**	**(1,705)**	**(3,058)**

Forward PBV band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales	199,417	312,202	375,263	508,786	502,367
Cost of sales	(175,744)	(265,934)	(337,947)	(470,627)	(462,178)
Gross profit	**23,673**	**46,269**	**37,316**	**38,159**	**40,189**
SG&A	(7,669)	(10,391)	(12,681)	(17,192)	(16,976)
EBITDA	**25,819**	**44,724**	**42,046**	**49,204**	**46,298**
Depre. & amortization	8,075	10,004	14,975	20,828	22,466
Equity income	1,042	188	333	1,170	1,105
Other income	1,893	1,864	2,649	3,053	3,014
EBIT	**16,003**	**35,877**	**24,636**	**20,966**	**23,214**
Finance costs	(2,540)	(3,977)	(4,651)	(5,405)	(5,430)
Income taxes	(4,263)	(12,852)	(9,459)	(4,654)	(5,199)
Net profit before MI	**9,845**	**15,152**	**18,175**	**15,131**	**16,703**
Minority interest	(2,221)	(2,577)	(2,389)	(3,307)	(3,265)
Core profit	**9,915**	**18,523**	**11,119**	**11,824**	**13,438**
Extraordinary items	(2,291)	(5,948)	4,667	0	0
Net profit	**7,624**	**12,575**	**15,786**	**11,824**	**13,438**

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Growth YoY					
Revenue	46.1%	56.6%	20.2%	35.6%	-1.3%
EBITDA	529.1%	73.2%	-6.0%	17.0%	-5.9%
Net profit	209.4%	64.9%	25.5%	-25.1%	13.6%
Core profit	322.8%	86.8%	-40.0%	6.3%	13.6%
Profitability ratio					
Gross profit margin	11.9%	14.8%	9.9%	7.5%	8.0%
EBITDA margin	12.9%	14.3%	11.2%	9.7%	9.2%
Core profit margin	5.0%	5.9%	3.0%	2.3%	2.7%
Net profit margin	3.8%	4.0%	4.2%	2.3%	2.7%
ROA	3.8%	5.2%	5.0%	3.3%	3.8%
ROE	14.3%	20.1%	21.1%	14.2%	14.5%
Stability					
D/E (x)	2.47	2.54	2.93	2.97	2.56
Net D/E (x)	1.24	1.04	1.51	1.55	1.30
Interest coverage ratio	6.30	9.02	5.30	3.88	4.27
Current ratio (x)	2.03	2.33	1.30	1.37	1.29
Quick ratio (x)	1.39	1.42	0.72	0.70	0.65
Per share (Bt)					
Reported EPS	5.54	9.13	11.46	8.59	9.76
Core EPS	7.20	13.45	8.08	8.59	9.76
Book value	38.83	45.54	54.38	60.46	67.38
Dividend	2.00	2.25	3.00	2.50	2.84
Valuation (x)					
PER	7.86	4.76	3.82	5.09	4.48
Core PER	6.04	3.23	5.42	5.09	4.48
P/BV	1.12	0.96	0.80	0.72	0.65
EV/EBITDA	5.44	3.16	4.18	3.76	3.82
Dividend yield	4.6%	5.2%	6.9%	5.7%	6.5%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ถือ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ขาย"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

BUY	The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
HOLD	The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
SELL	The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไหร่
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมิได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้นำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.