

Bangchak Corporation (BCP TB)

กำไรจากการตีราคาสินทรัพย์ใหม่และ synergy เพิ่มขึ้น

หุ้นนำคบ สยบตลาดผันผวน

เราคาดว่าแนะนำ ซื้อ BCP โดยมีราคาเป้าหมายที่ 49 บาท เราคาดว่าผลประกอบการหลัก 3Q66 จะเติบโตแข็งแกร่ง (+13% YoY, +228% QoQ) พร้อมศักยภาพในการเดินหน้าทำกำไรเพิ่มจากการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ (2.3 หมื่นล้านบาท ก่อนหักภาษี) BCP จะประกาศผลการดำเนินงานในวันที่ 8 พ.ย. ทั้งนี้ จากดีลซื้อกิจการ ESSO ที่กำลังดำเนินอยู่ เราคาดว่าหุ้น BCP น่าสนใจมากขึ้น จากทั้งราคาหุ้น (P/BV 0.8 เท่า เทียบกับ ESSO ที่ 1.2 เท่า) และอ็อปไซต์จากผลประโยชน์จากการ synergy ในปี 67 (อ็อปไซต์ 26% สำหรับ BCP, 19% สำหรับ ESSO)

คาดผลประกอบการ 3Q66 แข็งแกร่ง

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปกติ 3Q66 อยู่ที่ 3.07 พันล้านบาท (EPS 2.23 บาท/หุ้น) เพิ่มขึ้น 13% YoY และเกือบสามเท่า QoQ เมื่อเทียบเคียงกัน โดยการเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง QoQ น่าจะได้รับแรงหนุนจากอัตราค่าการกลั่น (GRM) ที่สูงขึ้นมากและราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ซึ่งส่งผลดีต่อการดำเนินงาน E&P เมื่อเทียบเป็นรายปี EBITDA ที่ลดลงมีสาเหตุหลักจากราคาน้ำมันที่ลดลงจาก 97 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3 ปีที่แล้วมาอยู่ที่ประมาณ 87 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3/66

คาดมีกำไรจากการตีราคาสินทรัพย์ ESSO

เราประเมินว่าการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่ของ ESSO จะทำให้ได้รับกำไรก่อนหักภาษีอย่างน้อย 2.3 หมื่นล้านบาท สำหรับผลประกอบการไตรมาส 3/66 ของ BCP น่าจะอยู่ที่ 1.2 หมื่นล้านบาทหรือ 8.9 บาทต่อหุ้น BCP หลังหักภาษีและส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย เราคาดว่ากำไรส่วนใหญ่จะมาจากกำไรจากการประเมินราคาที่ดินจำนวน 329 ไร่ของ ESSO สำหรับปั้มน้ำมันของบริษัท ซึ่งส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในกรุงเทพฯ และปริมณฑล

ตลาดประเมิน BCP ดีกว่า ESSO

การทำค่าเสนอซื้อหุ้น ESSO ที่เหลืออยู่ระหว่างดำเนินการและจะมีผลจนถึงวันที่ 12 ตุลาคม เราคิดว่า BCP น่าสนใจมากกว่า ESSO (เนื่องจากเราไม่มีกรคาดการณ์ที่ชัดเจนสำหรับ ESSO) โดย P/BV สิ้นปีของ BCP ทั้งก่อนและหลังการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่มีแนวโน้มสูงกว่าที่ 0.8 เท่าและ 0.6 เท่า เทียบกับ ESSO ที่ 1.2 เท่า และ 0.7 เท่า ขณะที่ P/E ของ BCP ทั้งก่อนและหลังการ synergy ก็ต่ำกว่ามากเช่นกันที่ 5.7 เท่าและ 4.5 เท่า เทียบกับ ESSO ที่ 6.8 และ 5.7 เท่า (รวมทั้งปี 67) นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นของ BCP ยังไม่ต้องกังวลกับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์และความเป็นไปได้ในการเพิกถอนหลักทรัพย์ภายหลังการทำค่าเสนอซื้อหุ้นเสร็จสิ้น

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	199,417	312,202	263,135	421,886	413,752
EBITDA	19,175	47,214	25,212	31,625	32,230
Core net profit	3,119	17,993	6,068	8,228	8,958
Core EPS (THB)	2.27	13.07	4.41	5.98	6.51
Core EPS growth (%)	nm	476.9	(66.3)	35.6	8.9
Net DPS (THB)	2.00	2.25	2.20	2.99	3.25
Core P/E (x)	11.1	2.4	8.6	6.4	5.8
P/BV (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
Net dividend yield (%)	7.9	7.1	5.8	7.9	8.6
ROAE (%)	19.1	26.1	11.2	14.2	14.3
ROAA (%)	1.8	8.1	2.5	3.1	3.2
EV/EBITDA (x)	6.8	2.9	7.5	6.1	5.7
Net gearing (%) (incl perps)	79.4	53.3	94.1	85.6	65.6
Consensus net profit	-	-	8,075	8,107	8,797
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(24.9)	1.5	1.8

Chak Reungsinpinya
 chak.reungsinpinya@maybank.com
 (66) 2658 5000 ext 1399

BUY

Share Price THB 38.00
 12m Price Target THB 49.00 (+35%)
 Previous Price Target THB 49.00

Company Description

BCP primarily engages in oil refining, oil marketing, and power generation. It also has E&P and biofuel operations.

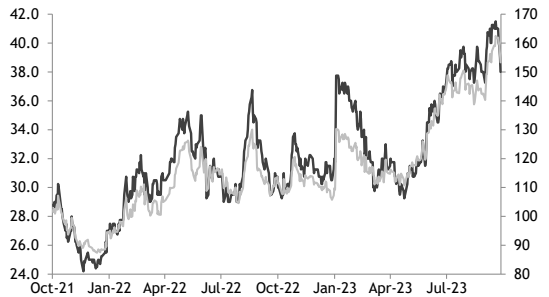
Statistics

52w high/low (THB)	41.50/29.25
3m avg turnover (USDm)	7.6
Free float (%)	59.4
Issued shares (m)	1,377
Market capitalisation	THB52.3B
	USD1.4B

Major shareholders:

Vayupak Fund 1	19.8%
Social Security Office	14.4%
Ministry of Finance	4.8%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	0	4	23
Relative to index (%)	8	8	35

Source: FactSet

Details of other stocks mentioned in this report

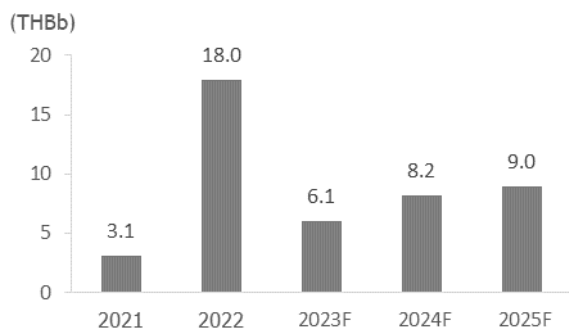
ESSO (Thailand) (ESSO TB, CP THB9.90, Not rated)
 Star Petroleum (SPRC TB, CP THB8.25, BUY, TP THB12.4)

ESG@MAYBANK IBG
 Tear Sheet Insert

Value Proposition

- BCP operates a 120kbd refinery in Thailand, accounting for about 12% of Thailand’s total capacity. It also operates a network of service stations and commands 16% of oil retail market share in Thailand
- Through its 57%-owned subsidiary BCPG, BCP has diversified into renewable energy business with 542MW capacity in operation and a further 718MW under development. Solar makes up 70% of the portfolio with wind and hydro contributing a further 21% and 9%, respectively.
- BCP also holds a 45% interest in OKEA ASA, a Norwegian E&P company with total oil & gas production of 22KBOED.
- BCP has acquired ESSO (Thailand) from ExxonMobil. Management expects up to THB3b in potential synergies.

BCP normalized profit

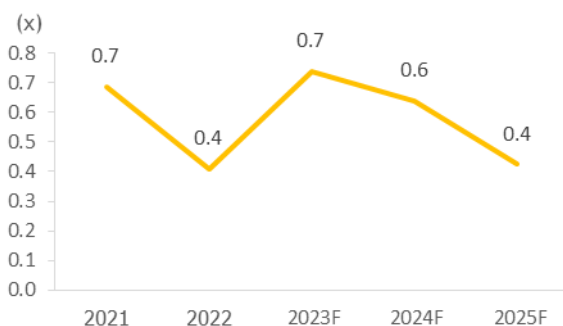


Source: Company

Financial Metrics

- We expect earnings to normalize in 2023E following an exceptionally strong 2022 results (large oil product shortages due to the war in Ukraine). We expect earnings to grow 36% and 9% in 2024-25E on merger impact, high GRM.
- Net gearing will likely go up to 0.7x post acquisition of ESSO Thailand. However, this is still below covenant and we expect net D/E to decline to 0.4x at the end of 2025E.

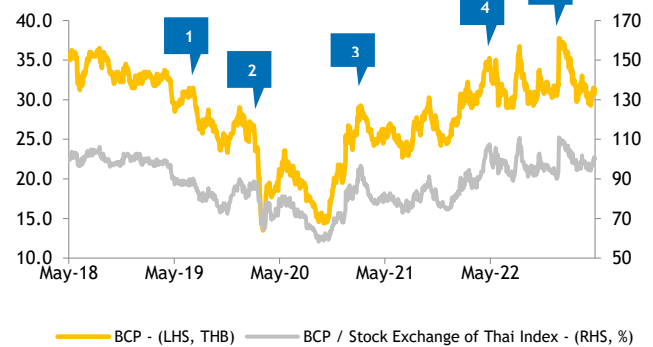
BCP Net D/E



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

- Start of down-cycle as China’s oil product export pressured GRM
- Share price collapsed as COVID decimated global oil demand
- Oil demand started to recover post lockdowns
- War in Ukraine and unofficial ban on Russian oil products caused fuel shortages and drove up refining margins to record high
- Share price jumped after announcement of ESSO’s acquisition

Swing Factors

Upside

- Stronger-than-expected oil demand recovery especially in China will help lift GRM
- Potential delay to major new refinery start-ups could tighten refined product market further
- Potential synergies with ESSO (Thailand) could lead to material upside risks to our earnings forecasts.

Downside

- Slow oil demand growth in the US and Europe could weigh on GRM
- China’s export of oil products could weigh on Asian refined product spread.
- BCP’s diversification into new businesses could be short-term negative to earnings.

ESG@MAYBANK IBG

chak.reungsinpinya@maybank.com

Risk Rating & Score ¹	29.9 Medium Risk
Score Momentum ²	-1.5
Last Updated	21 Apr 2023
Controversy Score ³ (Updated: 21 Apr 2023)	Category 1 Low

Business Model & Industry Issues

- BCP's core operation of oil refining, retailing and E&P have come under intense scrutiny and could be significantly impacted by ESG issues going forward.
- However, the company has prepared for such changes and was one of the earliest investors in renewable energy in Thailand. The majority of capex for the next 8 years will go towards renewable energy as well as bio-based fuels. We think BCP is well placed to make the transition towards net zero carbon emission.
- Among its peer group, we think BCP is at the fore-front when it comes to addressing concerns over ESG issues. It also has among the highest earnings contribution from renewable energy.

Material E issues

- BCP aims to be carbon neutral by 2030 and achieve net-zero GHG emission by 2050.
- The company was one of the earliest investors in large-scale solar projects in Thailand and continues to invest heavily in renewable energy, expanding its portfolio into wind and hydro power projects. The company invests both in Thailand and abroad.
- BCP aims to reduce tap water consumption by 30% by 2025 compared to 2015 base year. As of 2021, the company achieved a cumulative 20% reduction. The company also limits fresh water intake for its refinery to 0.062 m3 per thousand barrels of oil production.
- BCP targets zero waste to incineration process that does not have energy recovery. As of 2021, the company still sends 6.6 tons of such waste.

Material S issues

- BCP places high emphasis on occupational health, safety and security. Through program such as Safety Culture Transformation, the company targets zero work-related illness for employee/contractor and no significant oil and chemical spill. The company achieved 5m man-hour without Lost Time Injury.
- BCP places high importance on employee development. The company aims to improve employee capability through Individual Development Plan as well as plan for succession in the management/executive positions. BCP has an in-house knowledge management (BCP-KMS) for critical organization knowledge.
- BCP participates in social outreach and development program in areas where it operates. It achieves 94% satisfaction rate of participants in the community.

Key G metrics and issues

- Board of Directors consist of 11 directors, 7 of whom are independent directors. There is no woman on the board.
- KPMG Phoomchai Audit Ltd is the company's auditor.
- BCP has a zero tolerance policy when it comes to anti-corruption. The company developed Good Corporate Governance Policy Manual for all employees.
- For risk management, BCP adopts enterprise-wide risk management system based on COSO ERM and ISO 31000. This has been part of the company for more than 18 years. BCP groups its risk management framework into: 1) corporate risk management; 2) project investment risks and; 3) business continuity management.
- BCP established Bangchak Initiative and Innovation Center to help drive various innovations with a focus on green energy and bio-based products. The company engages in academic cooperation and project development with leading research institutions in Thailand including NANOTEC, Chulalongkorn University and AIT.
- For information technology, BCP follows international safety and security standards including ISO/IES27001:2013 and ISO/IES 27032: 2012. It also abides by government regulations, including Thailand's Cybersecurity Act of 2019 and Personal Data Protection Act of 2019.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

Quantitative Parameters (Score: 40)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	TOP (2022)
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	883,878	819,696	932,378	3,260,000
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	4,554	5,487	5,099	0
	Total	tCO2e	888,432	825,183	937,477	3,260,000
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	279,038	422,077	600,788	27,300,000
	Total	tCO2e	1,167,470	1,247,260	1,538,265	30,560,000
	GHG intensity (Scope 1 and 2)	tCO2e/m bbls	25,042	19,686	18,498	29,772
	Electricity consumption	MWh/m bbls	100,577	81,045	N/A	9,674
	Water consumption	m3/m bbls	57,500	50,099	34,530	28,402
	Exposure to coal, mining, oil & gas and plantation	%	91%	91%	94%	100%
	Green, Social, sustainable products & serv.	THBb	12,374	18,764	18,778	0.0
S	% of women in workforce	%	31%	31%	N/A	26%
	% of women in management roles	%	36%	38%	36%	43%
	Average training hours per employee	number	23.3	28.0	N/A	62.0
	Lost Time Injury Frequency Rate (LTIFR)	Per million man-hours	0	0	0	0
	Attrition rate	%	3.2%	5.1%	N/A	5.0%
G	MD/CEO salary as % of reported net profit	%	N/A	N/A	N/A	N/A
	Board salary as % of reported net profit	%	NMF	0.8%	0.5%	0.1%
	Independent directors (tenure <10 years) as % of the Board	%	57%	53%	67%	57%
	Profits distributed to shareholders	% of net profit	NMF	36.1%	24.6%	23.7%
	Female directors on the Board	%	7%	15%	13%	7%

Qualitative Parameters (Score: 100)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?	Yes, BCP has Sustainability and Corporate Governance Committee.
b) Does the performance evaluation of the board and senior management include a review of the performance of the board and senior management in addressing the company's material sustainability risks and opportunities?	Yes.
c) Does the company follow TCFD framework for ESG reporting? Is it signatory to responsible banking initiative or other such initiatives?	Yes
d) Does the company capture or plan to capture Scope 3 emissions including from financing activities?	Yes.
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	BCP aims to achieve Carbon Neutrality by 2030 and Net Zero emissions by 2050.
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	Yes

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved
Net zero emission by 2050	by 2050	N/A
Zero waste to landfill by 2025	0.0%	0.0%
Waste disposed through 3R	100%	99%
Total recordable injury rate (TRIR)	0.00	0.00
Improve water efficiency by 2025 (m3 per bbl)	54	63
Impact		
NA		
Overall Score: 55		
As per our ESG matrix, Bangchak Corp (BCP TB) has an overall score of 55.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	40	20
Qualitative	25%	100	25
Target	25%	40	10
Total			55

As per our ESG assessment, BCP is a leader in its industry in terms of establishing ESG framework and making progresses towards net zero emissions by 2050. This is reflected in its overall ESG score of 55, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

1. Expect strong 3Q23 results

1.1 Strong 3Q23E core operation driven by refining unit

We forecast 3Q23E normalized net profit of THB3.07b (EPS THB2.23/sh), up 13% YoY and almost triple QoQ on a like-for-like basis. We forecast total operating EBITDA grew 52% QoQ but declined 8% YoY. The strong jump QoQ was likely driven by sharply higher GRM and higher oil prices, which benefit the E&P operation. This is partially offset by weaker oil marketing business (low season in Thailand). On a YoY basis, the lower EBITDA should mainly be due to lower oil prices, from USD97/bbl in 3Q22 to about USD87/bbl in 3Q23. At the same time, refining unit improved significantly with GRM increasing to USD9.5/bbl in 3Q23 from USD7.1/bbl in 3Q22. Because BCP's European E&P unit carries much higher tax burden than the domestic refining business, we still expect net profit to grow 13% YoY despite lower EBITDA.

1.2 Limited impact from ESSO's consolidation in 3Q23E

Note that we expect limited contribution from ESSO to BCP's bottom line in 3Q23E even though the consolidation started from the end of August. This is because ESSO's refinery underwent a major turnaround in September, resulting in a much lower operating rate and therefore near-zero profit contribution. We also exclude two major non-recurring items. The first is gain on ESSO's asset revaluation, which we estimate to be THB23b pre-tax and THB12b (EPS THB 8.9/sh) on an after-tax basis; see more details in the section that follows. The other item is a one-time expense relating to ESSO's acquisition amounting to THB1b pre-tax. We exclude both of these items from our normalized profit forecast in the table below.

Fig 1: 3Q23E normalized profit likely to grow 13% YoY and tripled QoQ

(THBm)	3Q22	2Q23	3Q23E	% YoY	% QoQ
Singapore GRM (USD/bbl)	7.2	4.1	9.5	32%	132%
Dubai oil price (USD/bbl)	96.88	77.78	86.74	-10%	12%
EBITDA:					
Refinery and Trading	4,131	1,373	4,849	17%	253%
Marketing Business	203	553	453	123%	-18%
Power Plant	1,209	989	989	-18%	0%
Bio-Based Product	35	138	138	294%	0%
Natural Resource	6,064	3,701	4,474	-26%	21%
Others					
Elimination	-155	-126	-130		
Total accounting EBITDA	11,487	6,628	10,773	-6%	63%
Adjustments	241	479			
Total operating EBITDA	11,728	7,107	10,773	-8%	52%
Normalized profit	2,711	937	3,074	13%	228%
Norm EPS (THB /sh)	1.97	0.68	2.23	13%	228%

Source: Company data, MST

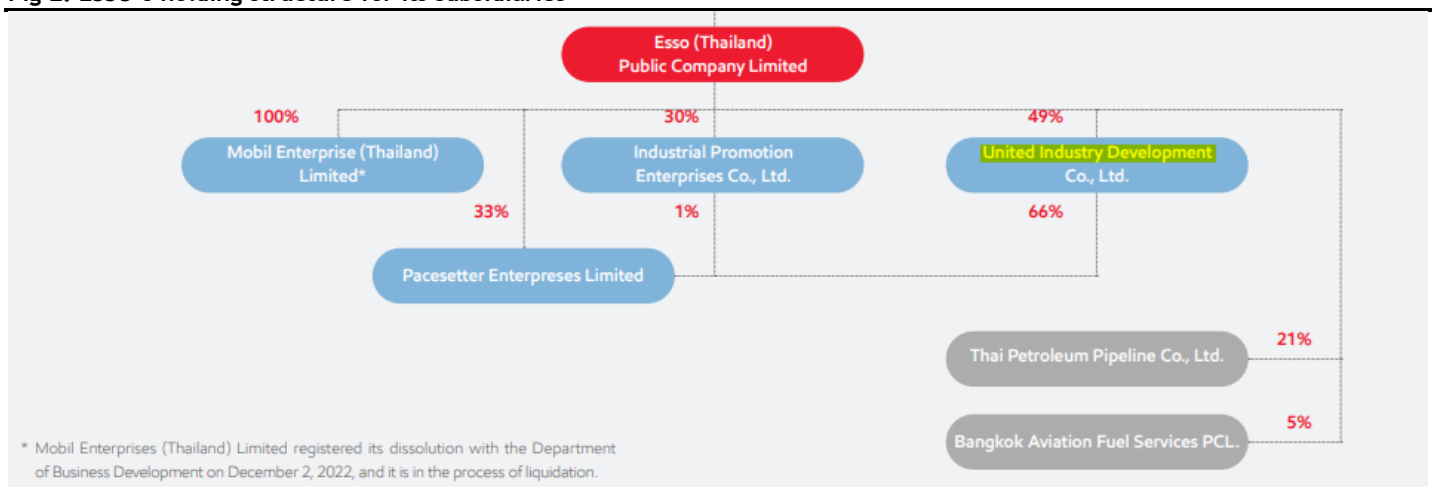
Note: *ESSO holds all of common shares whereas preferred shares are held by its employees

2. Estimating asset revaluation gain

2.1 ESSO land holding structure

ESSO has a relatively complicated land holding structure. The company only directly holds the land where its refinery is located (in Chonburi province on Thailand's eastern seaboard). On the other hand, all other plots of land belong to its subsidiaries. ESSO, in turn, leases this land back from its subsidiaries to operate as service stations and distribution terminals. Because of laws limiting foreign ownership of land in Thailand, these subsidiaries have to be set up with a significant portion of preferred shares and ESSO itself only holds the common shares. The figure below details the holding structure of these subsidiaries.

Fig 2: ESSO's holding structure for its subsidiaries



Source: Company data, MST

Most of the land is held by United Industry Development (UID) with land book value of THB3,041m. While ESSO holds only 49%, this is effectively all of the common shares whereas preferred shares are held by ESSO's employees. This structure still makes ESSO 100% beneficial owner of the land held by the subsidiary. Another subsidiary that holds a significant portion of land is Pacesetter Enterprises (PE) with a total land book value of THB1,207m. ESSO directly holds 33% of this company and another 33% indirectly via UID. In sum, total book value of land held by ESSO is THB4,946m.

Fig 3: ESSO's land holding book value and ownership structure

Company	Book value (THBm)	Common shares*	Preferred shares
ESSO (Thailand) (ETL)	690		
Industrial Promotion Enterprise (IPE)	8	30%	70%
United Industry Development (UID)	3,041	49%	51%
Pacesetter Enterprises (PE)	1,207	66%	34%
Total	4,946		

Source: Company data, MST

Note: *ESSO holds all of common shares whereas preferred shares are held by its employees

In terms of land area owned by its subsidiaries, ESSO disclosed that 526.7k sq.m. or approximately 329 rai is used for service stations. An additional 205k sq.m. or approximately 128 rai is used for distribution terminals. Based on disclosed book value of the land above, we estimate the average book value of land used for service stations and distribution terminals to be THB9.3m per rai.

Fig 4: Size of land held by subsidiaries

Land area	Area (sq.m.)	Area (rai)	Book value (THBm)
Service stations	526,674	329	
Distribution terminals	205,000	128	
Total land held by subsidiaries		457	4,256
Average book value per rai			9.3

Source: Company data, MST

Note: *ESSO holds all of common shares whereas preferred shares are held by its employees

2.2 Potential market value

We estimate the market value of ESSO's land holding using recent the transaction between Chevron and Star Petroleum (SPRC TB, CP THB8.25, BUY, TP THB12.4) as guidelines. In that transaction, SPRC is set to purchase Caltex Thailand, Chevron's oil retail operation. As part of the deal, SPRC is purchasing several plots of lands from Chevron, 4 of which are for service stations and the rest for oil terminals. The average price per rai for the station works out to THB72m. This includes one plot of land in central Bangkok valued at THB400m per rai. The land for oil terminals is valued at THB3m per rai.

Fig 5: Caltex Thailand's assets being sold to SPRC

Province	Region	Area (rai)	Appraised value (THBm)	Price per rai (THBm)
Service stations				
Bangkok	Bangkok area	1.2	480	400
Pathum Thani	Bangkok area	5.1	132	26
Phuket	South	2.5	93	38
Khon kaen	Northeast	2.3	93	40
Total		11.1	799	72
Terminals				
Songkhla	South	52.6	151	3

Source: Company data, MST

Using the average appraised value above, we estimate market value of ESSO's land holdings to be THB28.1b. The majority of the value comes from over 300 rai of land the company uses for its service stations. The 800 rai of land where its refinery is located could also see significant increase in value. Based on this estimate, we believe the potential revaluation gain could reach THB23b. This is not yet in our existing forecast for BCP.

Fig 6: Our estimate of ESSO's land market value

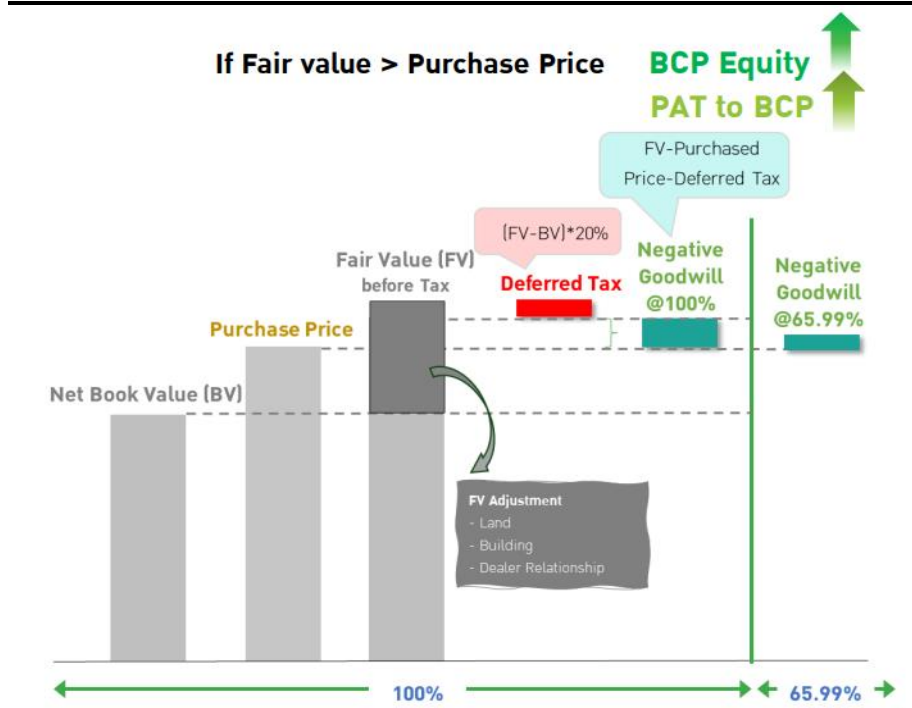
Land plots	Area (rai)	Est. market value (THBm/rai)	Total (THBm)
Refinery	800	5	4,000
Service stations	329	72	23,696
Distribution terminals	128	3	367
Total est. market value	1,257		28,063
Book value			4,946
Est. pre-tax revaluation gain			23,117

Source: Company data, MST

We note that ESSO's land holdings, especially for its service stations, are likely to have significantly higher average value than estimate above. This is because we believe the majority of its land holdings is in the Bangkok area. As such, we think our estimate for potential asset revaluation gain is conservative.

We expect the majority of the revaluation gain (otherwise also known as “negative goodwill” or “gain on bargain purchase”) was booked in 3Q23. Assuming a pre-tax gain of THB23b, we estimate the net after-tax impact to BCP’s bottom line in 3Q23 was approximately THB12.2b (THB 8.9 per BCP share) as we have to net out related tax expense as well as minority interests (34%). Note that as of the 3Q23 results announcement, BCP will only consolidate 66% of ESSO’s results, which it already bought from Exxon; the rest of ESSO’s shares will not be bought until the public tender offer ends on 12 Oct 2023.

Fig 7: Earnings impact from fair value adjustment



Source: Company data, MST

3. BCP better than ESSO on consensus estimate

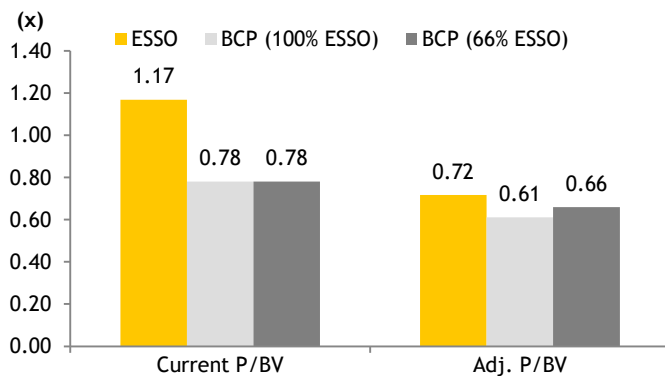
3.1 ESSO tender offer

The public tender offer for ESSO’s remaining shares (34%) will last until 12 October. The final price of THB9.8986 is before deducting any trading commission and VAT. ESSO’s shareholders who tender their shares will receive THB9.8721 per share.

ESSO’s independent financial advisor (IFA) recommends ESSO shareholders not tender their shares as it believes the offer price is below its fair-value estimate of THB10.70-11.38/sh, based on what it calls “adjusted-book-value approach”.

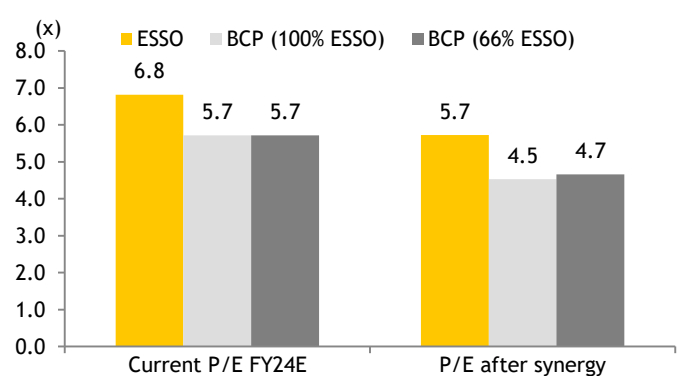
We note that this opinion is no different from any stock broker’s recommendation and fair value (target price) estimate; effectively, any recommendation to BUY is the same as a recommendation not to sell. We note further that the potential upside for ESSO’s shareholders to the IFA’s FV is only 15% even using the upper-bound figure. On the other hand, the potential upside to BCP is 29%, based on our fair value estimate (TP) of THB49. As such, we still think it is more worthwhile to switch out of ESSO into BCP.

Fig 8: P/BV multiples before and after asset revaluation



Source: Company data, MST

Fig 9: P/E multiples before and after synergy benefits



Source: Company data, MST

3.2 BCP P/BV still cheaper even with revaluation gain

Based on consensus estimate, BCP is cheaper than ESSO; BCP trades at 0.78x 2023E P/BV whereas ESSO trades at 1.17x 2023E P/BV. Note that we compare BCP and ESSO's valuation using consensus estimates as we do not have explicit forecasts for ESSO. We also use 2023E as the base-year as it removes variations on GRM expectations and BCP's eventual ownership in ESSO, which potentially could range from 66% up to 100% (our assumption). We believe these make for a better comparison.

Adjusted for revaluation gain, we still believe BCP will remain significantly cheaper than ESSO. Using our pre-tax revaluation gain calculation from above, we estimate that BCP would be trading at 0.61x adjusted P/BV whereas ESSO would be trading at 0.72x adjusted P/BV. Moreover, even if we assume BCP receives no additional share from ESSO's tender process, the stock would have an adjusted P/BV of 0.66x, which is still lower than ESSO's.

Fig 10: BCP cheaper than ESSO on P/BV based on consensus numbers

Items	Unit	ESSO	BCP (100% ESSO)	BCP (66% ESSO)
Book value 2023E	THBm	29,313	67,056	67,056
Pretax-revaluation gain	THBm	23,117	23,117	23,117
After-tax revaluation gain	THBm	18,493	18,493	12,206
Adj. book value 2023E	THBm	47,807	85,550	79,262
Shares outstanding	m shares	3,461	1,377	1,377
Current BVPS 2023E	THB/sh	8.47	48.70	48.70
Adj. BVPS 2023E	THB/sh	13.81	62.13	57.56
Last traded price	THB/sh	9.90	38.00	38.00
Current P/BV	x	1.17	0.78	0.78
Adj. P/BV	x	0.72	0.61	0.66

Source: Bloomberg, Company data, MST

3.3 BCP also cheaper on P/E pre- and post-synergy

BCP is also more attractive than ESSO in P/E terms (again, based on consensus estimate for a fair comparison). The current FY24E P/E for BCP is 5.7x compared to ESSO's 6.8x. Assuming BCP's management delivers the THB3b in annual pre-tax synergy, we estimate the potential uplift to BCP's FY24E earnings to be 26% whereas a comparable figure for ESSO is only 19%. This is because BCP expects 40% (THB1.2b) of synergy benefit to be for ESSO and another 60% (THB1.8b) to be directly for BCP. However, because BCP will also indirectly benefit from synergy on ESSO's part, the total pre-tax

synergy uplift to BCP is THB3b. On the other hand, ESSO's shareholders will not enjoy the synergy uplift at BCP's level. Adjusted for this potential synergy uplift, we estimate BCP's FY24E P/E will fall to 4.5x whereas ESSO's will fall to 5.7x. Moreover, even if we assume BCP does not receive any additional ESSO share from the tender process, BCP would still be cheaper on a post-synergy P/E basis at 4.7x FY24E.

Fig 11: BCP vs ESSO on pre- and post-synergy P/E (using consensus as base)

Items	Unit	ESSO	BCP (100% ESSO)	BCP (66% ESSO)
Net profit (consensus)	THBm	5,029	9,157	9,157
EPS FY24E	THB/sh	1.45	6.65	6.65
Synergy (direct)	THBm	1,200	1,800	1,800
Synergy (indirect)	THBm		1,200	792
Total synergy	THBm	1,200	3,000	2,592
After-tax synergy	THBm	960	2,400	2,074
Uplift to 2024E profit	%	19%	26%	23%
EPS after synergy	THB/sh	1.73	8.39	8.16
Last traded price	THB/sh	9.90	38.00	38.00
Current P/E FY24E	x	6.8	5.7	5.7
P/E after synergy	x	5.7	4.5	4.7

Source: Bloomberg, Company data, MST

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	4.7	3.4	8.6	6.4	5.8
Core P/E (x)	11.1	2.4	8.6	6.4	5.8
P/BV (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
P/NTA (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
Net dividend yield (%)	7.9	7.1	5.8	7.9	8.6
FCF yield (%)	nm	12.5	nm	23.2	42.1
EV/EBITDA (x)	6.8	2.9	7.5	6.1	5.7
EV/EBIT (x)	11.7	3.6	13.2	11.0	10.1

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	199,417.0	312,202.4	263,135.4	421,886.1	413,752.3
EBITDA	19,175.1	47,214.4	25,212.2	31,624.9	32,230.3
Depreciation	(8,074.9)	(10,003.6)	(10,971.1)	(14,082.5)	(14,038.9)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	11,100.2	37,210.8	14,241.1	17,542.4	18,191.4
Net interest income / (exp)	(2,539.5)	(3,976.7)	(4,142.6)	(4,299.0)	(4,259.3)
Associates & JV	1,042.1	188.1	39.3	38.2	36.9
Exceptionals	4,504.9	(5,417.9)	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	14,107.8	28,004.3	10,137.8	13,281.5	13,969.1
Income tax	(4,263.0)	(12,851.8)	(2,019.7)	(2,648.7)	(2,786.4)
Minorities	(2,220.9)	(2,577.3)	(2,050.5)	(2,405.2)	(2,225.1)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	7,623.8	12,575.2	6,067.6	8,227.6	8,957.5
Core net profit	3,118.9	17,993.1	6,067.6	8,227.6	8,957.5

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	32,829.4	47,168.8	11,236.8	11,436.8	11,640.8
Accounts receivable	15,233.6	22,199.0	18,710.1	29,998.0	29,419.7
Inventory	18,497.0	29,532.5	26,731.3	43,404.6	42,400.4
Property, Plant & Equip (net)	69,233.3	73,018.4	119,577.8	110,036.6	100,549.7
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	13,670.0	1,852.3	1,852.3	1,852.3	1,852.3
Other assets	52,322.0	68,573.3	65,998.1	88,400.9	90,745.6
Total assets	201,785.3	242,344.3	244,106.4	285,129.2	276,608.5
ST interest bearing debt	10,737.7	10,732.3	4,060.5	3,836.2	2,918.1
Accounts payable	15,650.8	28,947.6	26,201.8	42,544.9	41,560.6
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	77,305.1	80,907.6	90,430.1	89,355.4	75,887.1
Other liabilities	28,532.0	38,379.0	34,984.0	53,903.0	53,867.0
Total Liabilities	132,226.0	158,966.3	155,676.2	189,639.9	174,232.8
Shareholders Equity	53,467.1	62,703.8	65,705.5	70,359.3	75,020.5
Minority Interest	16,092.2	20,674.3	22,724.8	25,130.0	27,355.1
Total shareholder equity	69,559.3	83,378.1	88,430.3	95,489.3	102,375.7
Total liabilities and equity	201,785.3	242,344.3	244,106.4	285,129.2	276,608.5

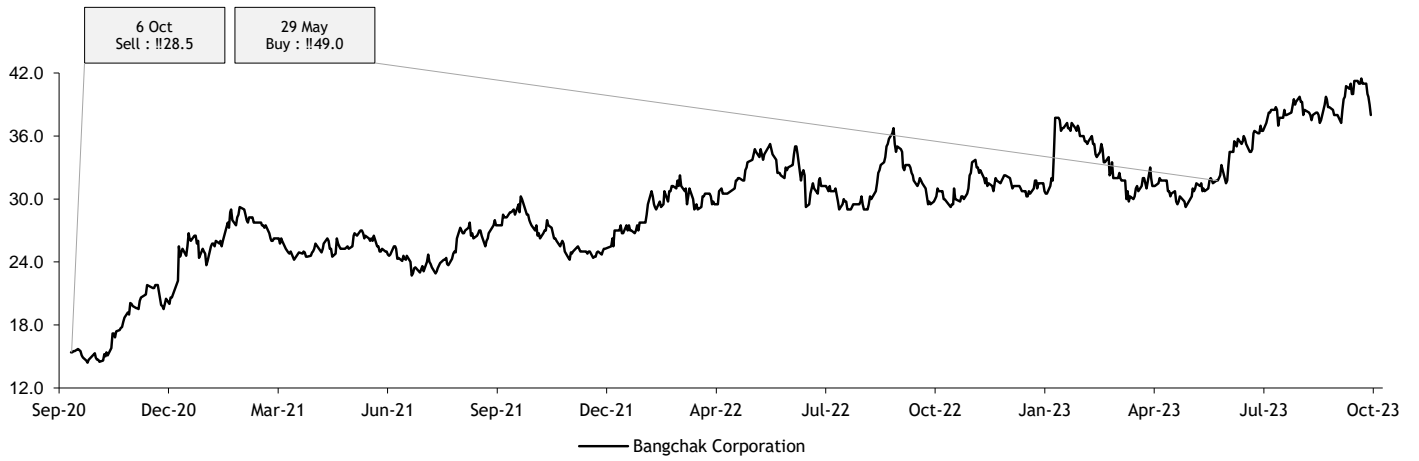
CASH FLOW (THB m)

Pretax profit	14,107.8	28,004.3	10,137.8	13,281.5	13,969.1
Depreciation & amortisation	8,074.9	10,003.6	10,971.1	14,082.5	14,038.9
Adj net interest (income)/exp	263.4	447.7	0.0	0.0	0.0
Change in working capital	(3,883.3)	(13,794.6)	4,896.8	(8,058.1)	1,348.8
Cash taxes paid	(4,263.0)	(12,851.8)	(2,019.7)	(2,648.7)	(2,786.4)
Other operating cash flow	(4,504.9)	5,417.9	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	11,715.6	19,231.7	23,986.0	16,657.3	26,570.3
Capex	(22,741.2)	(13,788.6)	(57,530.6)	(4,541.2)	(4,552.0)
Free cash flow	(11,025.6)	5,443.1	(33,544.6)	12,116.0	22,018.3
Dividends paid	(2,672.2)	(4,260.8)	(3,065.9)	(3,573.8)	(4,296.3)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	6,101.9	(13,624.6)	31,290.2	(4,431.8)	(17,523.1)
Other invest/financing cash flow	18,774.3	26,781.7	(30,611.8)	(3,910.4)	5.1
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	11,178.3	14,339.4	(35,932.1)	200.0	204.0

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	46.1	56.6	(15.7)	60.3	(1.9)
EBITDA growth	322.3	146.2	(46.6)	25.4	1.9
EBIT growth	nm	235.2	(61.7)	23.2	3.7
Pretax growth	nm	98.5	(63.8)	31.0	5.2
Reported net profit growth	nm	64.9	(51.7)	35.6	8.9
Core net profit growth	nm	476.9	(66.3)	35.6	8.9
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	9.6	15.1	9.6	7.5	7.8
EBIT margin	5.6	11.9	5.4	4.2	4.4
Pretax profit margin	7.1	9.0	3.9	3.1	3.4
Payout ratio	36.1	24.6	50.0	50.0	50.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	3.8	4.0	2.3	2.0	2.2
Revenue/Assets (x)	1.0	1.3	1.1	1.5	1.5
Assets/Equity (x)	3.8	3.9	3.7	4.1	3.7
ROAE (%)	19.1	26.1	11.2	14.2	14.3
ROAA (%)	1.8	8.1	2.5	3.1	3.2
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	26.2	23.9	28.8	21.4	26.6
Days receivable outstanding	19.5	21.6	28.0	20.8	25.8
Days inventory outstanding	34.2	32.3	41.8	32.1	40.2
Days payables outstanding	27.6	30.0	41.0	31.5	39.4
Dividend cover (x)	2.8	4.1	2.0	2.0	2.0
Current ratio (x)	2.0	2.3	1.7	1.6	1.6
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.6
Net gearing (%) (incl perps)	79.4	53.3	94.1	85.6	65.6
Net gearing (%) (excl. perps)	79.4	53.3	94.1	85.6	65.6
Net interest cover (x)	4.4	9.4	3.4	4.1	4.3
Debt/EBITDA (x)	4.6	1.9	3.7	2.9	2.4
Capex/revenue (%)	11.4	4.4	21.9	1.1	1.1
Net debt/ (net cash)	55,213.4	44,471.1	83,253.8	81,754.8	67,164.4

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Bangchak Corporation (BCP TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการแนะนำ หรือเรียบบริยสมบุรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้จากใช้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่ต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และไม่ได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับการยอมรับจากบริษัทจดทะเบียนตามบริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด ("MIBSI") เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India ("SEBI") (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกบการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 9 ตุลาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกบการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 9 ตุลาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการเข้าถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPL	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC									
AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO	
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM	
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA	
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W	
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN	
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI		
ได้รับการรับรอง CAC									
2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIJK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	
N/A									
3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	DCTI	POLY	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BUI	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC