

# Bangchak Corporation (BCP TB)

## หุ้นเด่นสุดในกลุ่ม

### หุ้นเด่นกลุ่มโรงกลั่น

เรายังคงแนะนำ ซื้อ BCP และเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 59 บาท หลังจากปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น เราชอบ BCP ด้วยเหตุผลหลัก 3 ประการ ได้แก่ 1) BCP ได้เปรียบคู่แข่งอย่างต่อเนื่อง โฉมงามของค่าการกลั่น (GRM) เนื่องจากปริมาณสูงที่สุดจากการขาดแคลนน้ำมันดิบกำมะถันต่ำ (low light sweet crude) และน้ำมันดีเซลทั่วโลก 2) เป็นบริษัทเดียวที่จะได้รับประโยชน์จากกำไรเพิ่มขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการพร้อมอู่ไฟจากการ synergy และ 3) BCP มีดาวนไซด์จำกัด ทั้งในการดำเนินงานธุรกิจ (ผลกระทบจากน้ำมันดิบ TOP และ SPRC) และความเสี่ยงจากวัฏจักรปิโตรเคมีซาลง (IRPC, PTTGC) ราคาหุ้นอยู่ในระดับที่น่าสนใจ โดยเทรดที่ P/BV ปี 67 ที่ 0.8 เท่า P/E 5.4 เท่า และ EV/EBITDA 3.6 เท่า

### ค่าการกลั่นดีกว่าคู่แข่งอย่างต่อเนื่อง

ค่าการกลั่นของ BCP สูงกว่าค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์และคู่แข่งในประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนต่างค่าการกลั่นของ BCP กับค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ได้เพิ่มขึ้นจาก 1.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 เป็น 3-3.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2565 ถึง 9M66 อีกทั้งยังมี GRM ที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับ TOP/SPRC/IRPC ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 1.6 - 3.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ในปี 2561 เป็นสูงถึง 5.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลใน 9M66 ทั้งนี้ จากค่าขนส่งที่สูงขึ้น ปริมาณน้ำมันดิบกำมะถันต่ำที่ลดลงและส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับน้ำมันเบนซิน ส่งผลให้ BCP มีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าคู่แข่งต่อไปอย่างต่อเนื่อง

### ผลกระทบจากการควบรวมกิจการ มาพร้อมอู่ไฟจากการ synergy

เราคาดว่าไตรมาส 4/66 จะเป็นไตรมาสแรกที่ BCP มีกำไรเพิ่มขึ้นจากการซื้อหุ้น ESSO ประเทศไทยในสัดส่วน 76% (เปลี่ยนชื่อเป็น บมจ. บางจาก ศรีราชา หรือ BSRC TB, ไม่มีคำแนะนำ) ยิ่งไปกว่านั้น เรายังไม่ได้รับผลประโยชน์จากการ synergy ในประมาณการของเรา ซึ่งอาจเพิ่มอู่ไฟต่อผลกำไรได้สูงถึง 17% และ 20% ในปี 67-68 เราเชื่อว่าเราจะได้เห็นการทำงานร่วมกันเพิ่มขึ้นทันทีใน 1Q67 ซึ่งน่าจะมาจากอัตรา u-rate ของ BSRC ที่สูงขึ้น และต้นทุน SG&A ที่ลดลง

### ราคาหุ้นยังน่าสนใจ แม้การดำเนินงานจะเหนือกว่าคู่แข่ง

ราคาหุ้น BCP ยังคงอยู่ในระดับที่น่าสนใจ โดยซื้อขายที่เพียง P/E 5.4 เท่า และ P/BV 0.8 เท่า ในปี 67 (เทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 0.9 เท่า และจุดสูงสุดของวงจรขาขึ้นที่ P/BV 1.4 เท่า) แม้ว่าธุรกิจคู่แข่งที่อยู่ในธุรกิจปลายน้ำของ BCP จะมีราคาถูกกว่าโดยเฉลี่ยอยู่ที่ P/BV 0.7 เท่า แต่ ROE ของ BCP ที่ 15%+ นั้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 5% มาก โดยราคาเป้าหมายใหม่ของเราสะท้อน P/BV เป้าหมายเพียง 1.1 เท่า ซึ่งเท่าเดิม

| FYE Dec (THB m)              | FY21A   | FY22A   | FY23E   | FY24E   | FY25E   |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue                      | 199,417 | 312,202 | 312,392 | 438,020 | 418,537 |
| EBITDA                       | 19,175  | 47,214  | 28,795  | 35,711  | 35,692  |
| Core net profit              | 3,119   | 17,993  | 9,904   | 10,865  | 11,060  |
| Core EPS (THB)               | 2.27    | 13.07   | 7.19    | 7.89    | 8.03    |
| Core EPS growth (%)          | nm      | 476.9   | (45.0)  | 9.7     | 1.8     |
| Net DPS (THB)                | 2.00    | 2.25    | 2.50    | 2.80    | 2.80    |
| Core P/E (x)                 | 11.1    | 2.4     | 5.9     | 5.4     | 5.3     |
| P/BV (x)                     | 0.8     | 0.8     | 0.9     | 0.8     | 0.7     |
| Net dividend yield (%)       | 7.9     | 7.1     | 5.8     | 6.5     | 6.5     |
| ROAE (%)                     | 19.1    | 26.1    | 29.3    | 15.9    | 14.7    |
| ROAA (%)                     | 1.8     | 8.1     | 4.0     | 4.0     | 3.9     |
| EV/EBITDA (x)                | 6.8     | 2.9     | 6.4     | 5.2     | 4.9     |
| Net gearing (%) (incl perps) | 79.4    | 53.3    | 73.1    | 62.8    | 42.7    |
| Consensus net profit         | -       | -       | 13,096  | 9,318   | 8,958   |
| MIBG vs. Consensus (%)       | -       | -       | 32.1    | 16.6    | 23.5    |

Chak Reungsinpinya

chak.reungsinpinya@maybank.com

(66) 2658 5000 ext 1399

## BUY

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| Share Price           | THB 42.75        |
| 12m Price Target      | THB 59.00 (+44%) |
| 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.

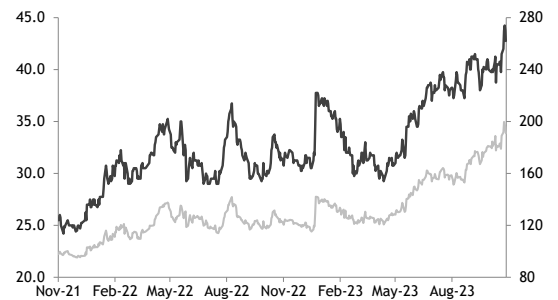
### Statistics

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| 52w high/low (THB)     | 44.25/29.25 |
| 3m avg turnover (USDm) | 8.0         |
| Free float (%)         | 59.4        |
| Issued shares (m)      | 1,377       |
| Market capitalisation  | THB58.9B    |
|                        | USD1.7B     |

### Major shareholders:

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

### Price Performance



— BCP - (LHS, THB) — BCP / Stock Exchange of Thai Index - (RHS, %)

|                       | -1M | -3M | -12M |
|-----------------------|-----|-----|------|
| Absolute (%)          | 5   | 14  | 37   |
| Relative to index (%) | 6   | 23  | 56   |

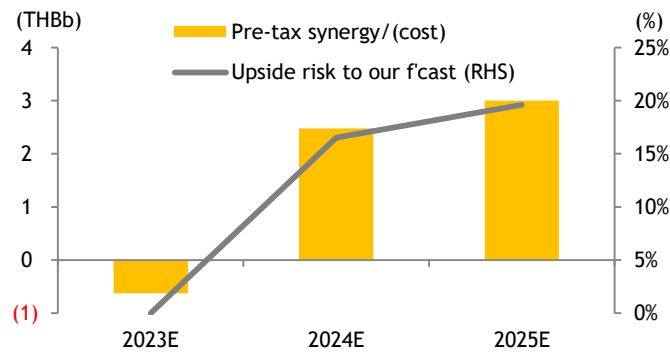
Source: FactSet

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 owns 45% of OKEA ASA, a Norwegian E&P company with total oil & gas production of 22KBOED.
- BCP acquired BSRC (formerly ESSO) from ExxonMobil. Management expects up to THB3b in synergies

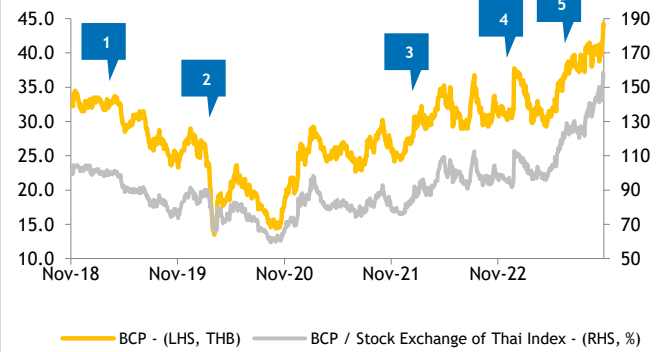
### Upside to our forecasts from synergy benefits



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



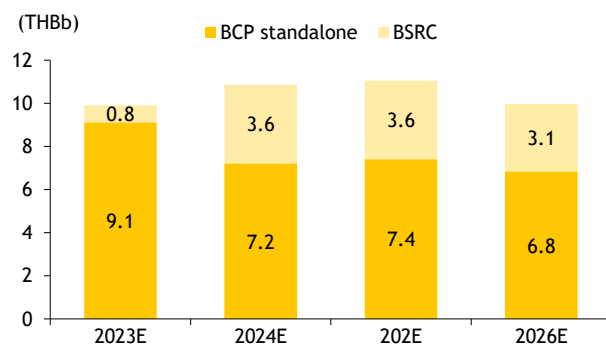
Source: Company, MST

- Start of downcycle as China’s oil product export pressured GRM.
- Share price collapsed as COVID decimated global oil demand.
- 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 acquisition of ESSO.
- GRM rallied due to tight supply of refined products particularly diesel and jet fuel.

## Financial Metrics

- We expect significant earnings uplift from BCP’s acquisition of BSRC (formerly ESSO). Based on our estimates and given BCP’s 76% stake in BSRC, BSRC should contribute about THB800m to BCP’s 4Q23E bottom line.
- BSRC’s contribution will grow to about THB3.6b pa in FY24-25E, equivalent to a third of BCP’s total earnings in FY24-25E.

### BCP’s net profit



Source: Company

## Swing Factors

### Upside

- Stronger-than-expected recovery in oil demand, especially in China, will help lift GRM.
- Potential delay to starting up major new refinery could tighten refined product supply further.
- Potential synergies with BSRC could lead to material upside to our earnings forecasts.

### Downside

- Slow growth in oil demand 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 <sup>1</sup>                         | 29.9 Medium Risk |
| Score Momentum <sup>2</sup>                              | -1.5             |
| Last Updated   | 21 Apr 2023      |
| Controversy Score <sup>3</sup><br>(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 sent 6.6 tonnes of such waste.

### Material S issues

- BCP places high emphasis on occupational health, safety and security. Through programmes 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 programmes 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 towards 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/IEC27001:2013 and ISO/IEC 27032: 2012. It also abides by government regulations, including Thailand's Cybersecurity Act of 2019 and Personal Data Protection Act of 2019.

<sup>1</sup>**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. <sup>2</sup>**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. <sup>3</sup>**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                 |
|                                     | <b>Total</b>   | <b>tCO2e</b>          | <b>888,432</b>   | <b>825,183</b>   | <b>937,477</b>   | <b>3,260,000</b>  |
|                                     | Scope 3 GHG emissions  | tCO2e                 | 279,038          | 422,077          | 600,788          | 27,300,000        |
|                                     | <b>Total</b>   | <b>tCO2e</b>          | <b>1,167,470</b> | <b>1,247,260</b> | <b>1,538,265</b> | <b>30,560,000</b> |
|                                     | 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            |
|                                     | <b>Exposure to coal, mining, oil &amp; gas and plantation</b>        | <b>%</b>              | <b>91%</b>       | <b>91%</b>       | <b>94%</b>       | <b>100%</b>       |
|                                     | 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%              |
|                                     | <b>Independent directors (tenure &lt;10 years) as % of the Board</b> | <b>%</b>              | <b>57%</b>       | <b>53%</b>       | <b>67%</b>       | <b>57%</b>        |
|                                     | 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?   | <b>Yes, BCP has a Sustainability and Corporate Governance Committee.</b>             |
| 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? | <b>Yes.</b>  |
| c) Does the company follow TCFD framework for ESG reporting? Is it signatory to responsible banking initiative or other such initiatives?   | <b>Yes</b>   |
| d) Does the company capture or plan to capture Scope 3 emissions including from financing activities?   | <b>Yes.</b>  |
| e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?   | <b>BCP aims to achieve carbon neutrality by 2030 and net zero emissions by 2050.</b> |
| f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?  | <b>Yes</b>   |

| 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       |
| <b>Impact</b>   |         |          |
| NA  |         |          |
| <b>Overall Score: 55</b>  |         |          |
| 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          |
| <b>Total</b> |         |        | <b>55</b>   |

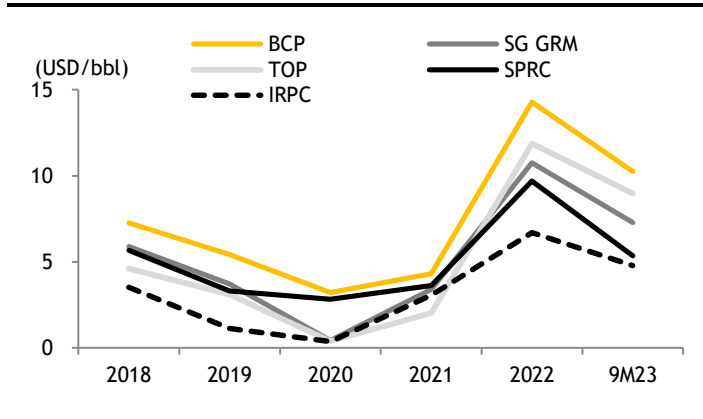
As per our ESG assessment, BCP is a leader in its industry in terms of establishing an ESG framework and making progress towards net zero emissions by 2050. This is reflected in its overall ESG score of 55, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

# 1. Consistent GRM outperformance vs peers

## 1.1 Highest GRM in the sector

Over the years, BCP’s gross refining margin (GRM) has consistently outperformed the Singapore GRM benchmark as well as its local peers. In 2018, BCP outperformed Singapore GRM by USD1.4/bbl and TOP/SPRC/IRPC by USD2.7/1.6/3.7 per bbl, respectively. Fast forward to 2022-9M23, BCP’s advantage over the Singapore benchmark has ballooned to USD3.5/3.0 per bbl in 2022/9M23, respectively. Meanwhile, its GRM outperformance vs local peers has also increased with the exception of only TOP where BCP’s outperformance has stayed relatively stable over the years.

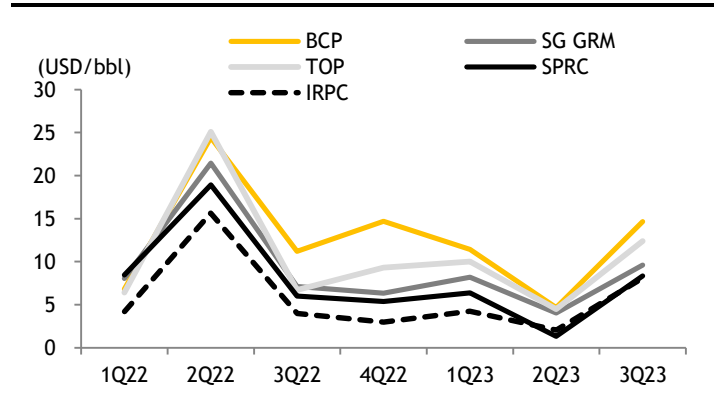
**Fig 1: Annual GRM comparison**



Source: Company data, LSEG, MST

Note: GRM for TOP and IRPC include refining portion only and exclude petrochemical contribution

**Fig 2: Quarterly GRM comparison**



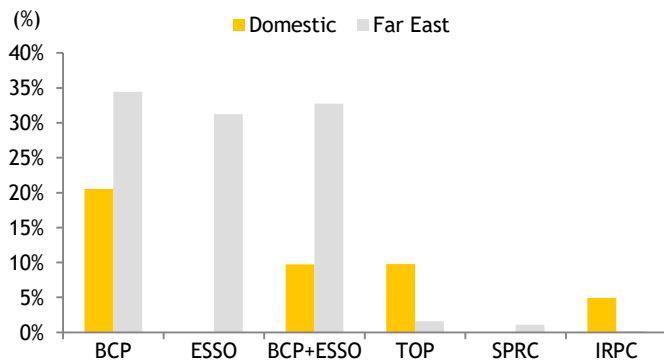
Source: Company data, LSEG, MST

Note: GRM for TOP and IRPC include refining portion only and exclude petrochemical contribution

## 1.2 High domestic, Far East crude intake helps save on shipping costs

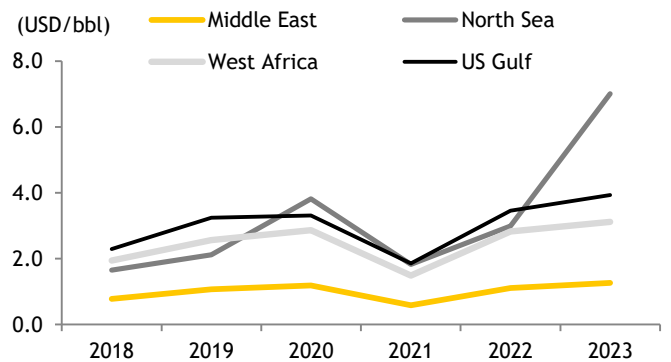
We believe one of the primary reasons for BCP’s GRM outperformance is the type of crude it processes and where it sources that crude. Among local refineries, BCP processes the highest proportion of domestic crude oil at 20%. It also sources significant amount of crude oil (35%) from the Far East (Southeast Asia, Russian Far East). This means it typically pays significantly less than its peers for crude transportation. Moreover, crude shipping costs have increased significantly over the past 5 years. For example, the cost of shipping crude oil from the Middle East to Asia has increased to USD1.3/bbl in 2023 YTD compared to just USD0.8/bbl in 2018. Similarly, shipping crude oil from West Africa to Asia now costs USD3.1/bbl vs USD1.9/bbl in 2018. The cost of shipment from the US Gulf Coast has increased even more significantly, to USD3.9/bbl in 2023YTD vs just USD2.3/bbl in 2018. This means that BCP’s saving from shipping has expanded even further over the years. With a tight tanker market, we think this advantage will remain for the foreseeable future.

**Fig 3: BCP mostly processes domestic/Far East crudes**



Source: Company data, MST

**Fig 4: Cost of shipping 1 bbl to Asia from various sources**



Source: Company data, MST

### 1.3 Benefiting from changing trends in global crude mix

We maintain the view that BCP is best placed to capture the changing trend in global crude mix. Over the next 5 years, we expect much of the growth in global crude supply to be light- or medium-sweet crudes, driven by output growth in the US, Brazil and Guyana. On the other hand, supply of sour crude will not grow as fast and in fact, we could even see countries producing sour crudes reduce output (due to sanction on Russia and depletion in Mexico). We expect the increased light-sweet crude output will keep the Brent-Dubai differential (a key benchmark for light-sweet crude premium) at below USD1/bbl going forward vs the long-term average of almost USD2/bbl.

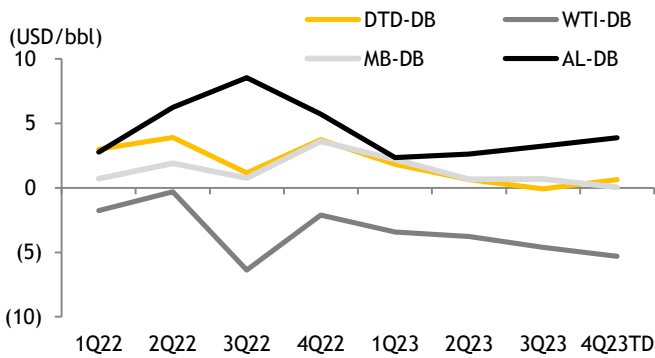
**Fig 5: Cumulative change in global crude oil output 2022-28E**

| Country      | Production growth 2022-28E (mbd) | Typical crude type | Benchmark crude | API  | Sulfur % |
|--------------|----------------------------------|--------------------|-----------------|------|----------|
| US           | +2.6                             | Light-sweet        | WTI             | 40.8 | 0.42     |
| Brazil       | +1.0                             | Medium-sweet       | Lula            | 29.0 | 0.27     |
| Guyana       | +0.9                             | Medium-sweet       | Lizza           | 32.0 | 0.58     |
| Saudi Arabia | +0.8                             | Medium-sour        | Arab Light      | 33.3 | 1.96     |
| UAE          | +0.7                             | Light-sour         | Murban          | 40.2 | 0.79     |
| Iraq         | +0.6                             | Medium-sour        | Basrah Light    | 28.8 | 3.16     |
| Angola       | -0.3                             | Heavy-sweet        | Dalia           | 23.2 | 0.51     |
| Mexico       | -0.5                             | Heavy-sour         | Maya            | 21.8 | 3.33     |
| Russia       | -0.7                             | Medium-sour        | Urals           | 31.3 | 1.25     |

Source: Company data, MST

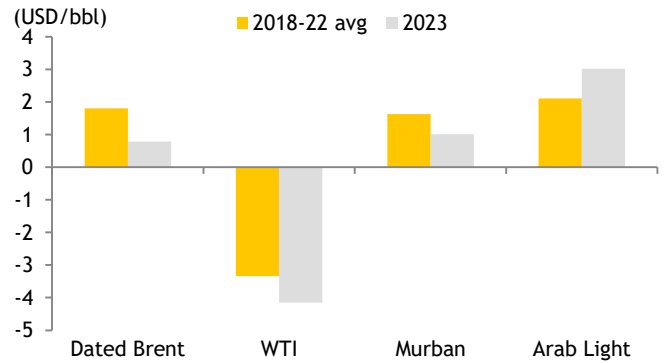
BCP and BSRC are the two Thai refineries that process the highest portion of light sweet crudes, especially those from the Far East. On the other hand, TOP has mostly Murban (light-sour) whereas IRPC and SPRC are mostly medium-sour crudes from the Middle East. This means BCP and BSRC stand to benefit the most from the falling light-sweet crude premiums.

**Fig 6: Crude differentials vs Dubai**



Source: Company data, MST

**Fig 7: Crude differentials vs Dubai**



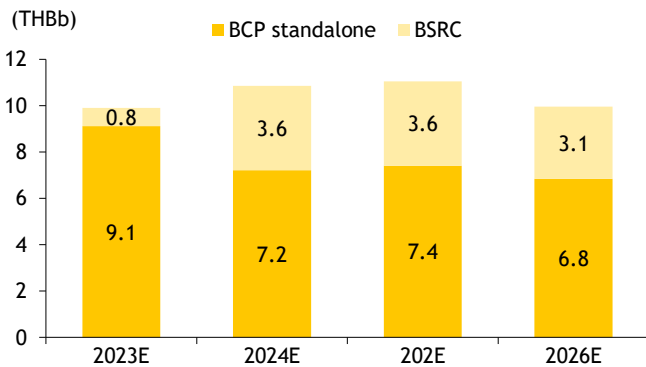
Source: Company data, MST

## 2. Consolidation impact plus upside potential

### 2.1 BSRC’s contribution to support FY24-25E

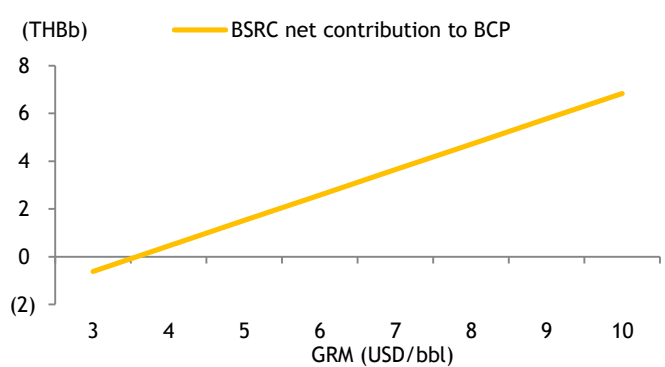
We estimate BSRC’s contribution to BCP’s bottom line will reach about THB770m in 4Q23E, the first full quarter of consolidation. This contribution is likely to grow to about THB3.6b for FY24-25E, or roughly a third of BCP’s total profit in these two years. We also note that BSRC’s breakeven GRM (above which net profit contribution to BCP is positive) is relatively low at just USD3.5/bbl. This is below even the typical down-cycle GRM of USD4/bbl. This means we would expect BSRC to almost always contribute earnings uplift to BCP.

**Fig 8: BSRC’s profit contribution to BCP (FY23-26E)**



Source: Company data, MST

**Fig 9: BSRC’s contribution as a function of GRM**



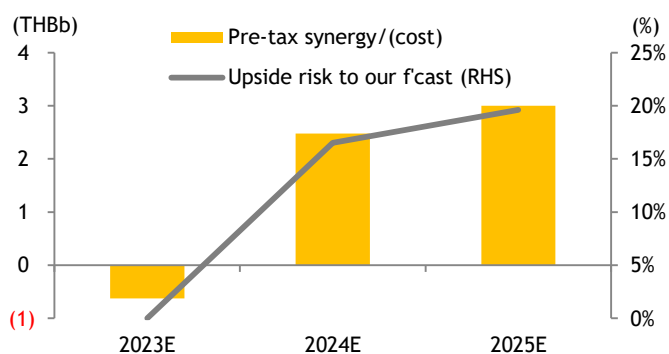
Source: Company data, MST

### 2.2 Upside potential from synergy

We see upside to BCP’s FY24E earnings and beyond. This is mainly from synergy benefits, which could add up to THB2.48b in FY24E and THB3b in FY25E (both pre-tax basis). Assuming a 60/40 split in synergy benefit as guided by BCP’s management, this translates into THB1.8b potential upside to our FY24 net profit forecast for BCP (17% of our current forecast) and THB2.2b or 20% of our FY25 earnings forecasts. Note that we have already factored in upfront M&A cost in FY23E (-THB625m net impact).



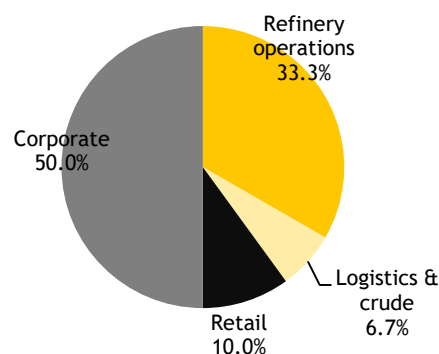
**Fig 10: Potential synergy benefits in FY24-25E\***



Source: Company data, MST

Note: We factored in up-front M&A cost for FY23E but not synergy benefits in FY24-25E

**Fig 11: Breakdown of potential synergy of up to THB3b pa**



Source: Company data, MST

### 3. Valuation remains attractive despite outperformance

#### 3.1 Raising earnings forecasts and TP

We raise our earnings forecasts despite keeping our Singapore GRM assumption unchanged at USD7/bbl for FY23-25E, USD6.5/bbl for FY26E and USD5.5/bbl longer term. Our revisions are mainly based on BCP’s relative outperformance vs its benchmark due to low light-sweet crude premiums and high diesel crack spreads (of which BCP has the highest yield in the country and much higher than the Singapore benchmark). Note that our revised TP implies just 1.1x target P/BV, which is the same as before. The reason book value has increased so much is because of the extra gain (negative goodwill) from the consolidation of BSRC. We have also incorporated higher earnings forecasts into our model, which has helped increase the forecasted book value.

**Fig 12: Earnings and TP change**

| (THB/sh)   | Norm EPS |       |       |       |       | TP    |
|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2021     | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |       |
| New/Actual | 2.27     | 13.07 | 7.19  | 7.89  | 8.03  | 59.00 |
| Old        |          |       | 4.41  | 5.98  | 6.51  | 49.00 |
| Change     |          |       | 63%   | 32%   | 23%   | 20%   |

Source: Company data, MST

#### 3.2 Still trading at a discount

BCP continues to trade at a discount to historical levels. In terms of forward P/E, the stock is trading at just 5.4x compared to its long-term average of 8.7x. In terms of P/BV, it’s trading at 0.8x vs an average of 0.9x in the past. For EV/EBITDA, BCP is trading at just 3.6x compared to its long-term average of 7.2x.

Compared to its local peers, BCP is the cheapest in the group in terms of P/E. While its P/BV of 0.8x is higher than the peer group’s average of 0.7x, we think this is more than justified by BCP’s much higher ROE of 15%+ for FY24-25E vs peer group average of 5%.

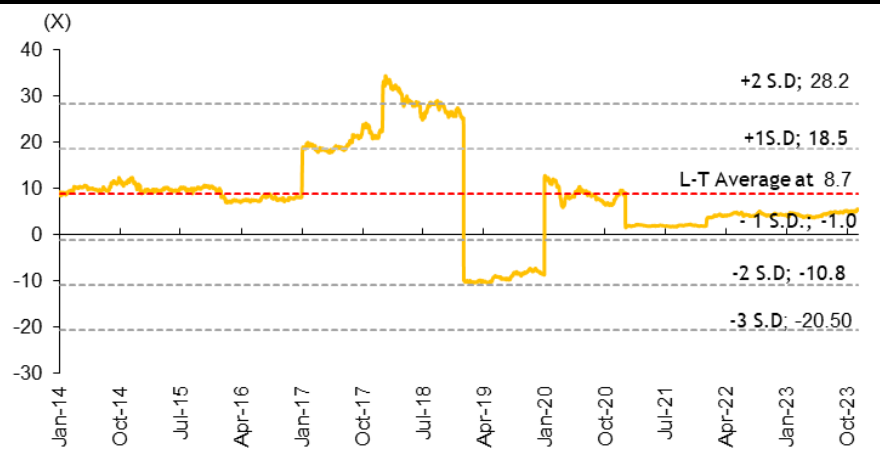


**Fig 13: Valuation comparison**

| Stock           | Bloomberg code | Mkt cap (USDm) | Rating | Price (THB) | TP (THB) | Upside (%) | P/E (x) |      | P/B (x) |     | ROE (%) |      | Div yld (%) |     | Beta 2Y |
|-----------------|----------------|----------------|--------|-------------|----------|------------|---------|------|---------|-----|---------|------|-------------|-----|---------|
|                 |                |                |        |             |          |            | 23E     | 24E  | 23E     | 24E | 23E     | 24E  | 23E         | 24E |         |
| PTT Global Chem | PTTGC TB       | 4,891          | SELL   | 38.00       | 28.00    | -26        | 94.4    | 37.8 | 0.6     | 0.6 | 0.6     | 1.5  | 0.5         | 1.3 | 1.2     |
| Thai Oil        | TOP TB         | 3,188          | BUY    | 50.00       | 56.00    | 12         | 9.7     | 18.2 | 0.7     | 0.7 | 7.2     | 3.8  | 2.6         | 1.4 | 1.1     |
| Bangchak        | BCP TB         | 1,760          | BUY    | 42.75       | 59.00    | 38         | 5.9     | 5.4  | 0.9     | 0.8 | 29.3    | 15.9 | 5.8         | 6.5 | 1.0     |
| IRPC            | IRPC TB        | 1,190          | BUY    | 2.04        | 2.90     | 42         | 9.6     | 7.6  | 0.5     | 0.5 | 5.4     | 6.7  | 7.3         | 9.2 | 1.3     |
| Star Petroleum  | SPRC TB        | 1,009          | BUY    | 8.15        | 12.40    | 52         | 9.8     | 7.1  | 0.9     | 0.9 | 9.3     | 12.4 | 6.4         | 6.4 | 1.1     |

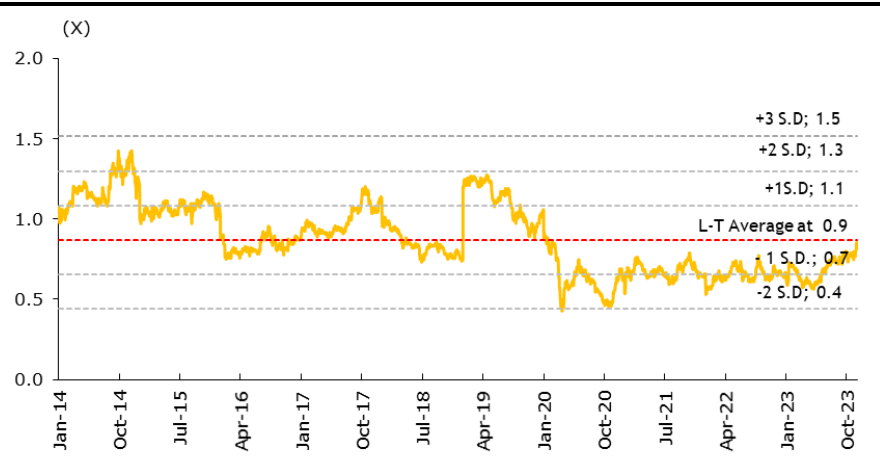
Source: Company data, MST

**Fig 14: BCP's P/E**



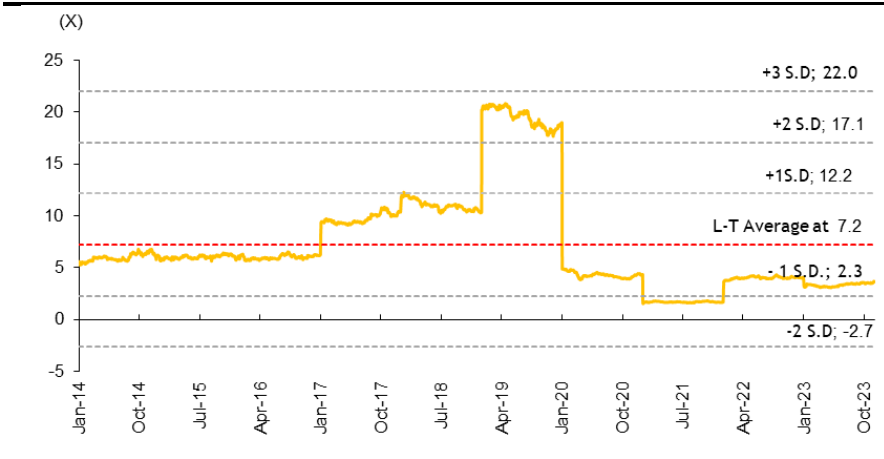
Source: Company data, MST, SET

**Fig 15: BCP's P/BV**



Source: Company data, MST, SET

**Fig 16: BCP's EV/EBITDA**



Source: Company data, MST, SET

| FYE 31 Dec             | FY21A | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Key Metrics</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E (reported) (x)     | 4.7   | 3.4   | 3.4   | 5.4   | 5.3   |
| Core P/E (x)           | 11.1  | 2.4   | 5.9   | 5.4   | 5.3   |
| P/BV (x)               | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| P/NTA (x)              | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| Net dividend yield (%) | 7.9   | 7.1   | 5.8   | 6.5   | 6.5   |
| FCF yield (%)          | nm    | 12.5  | nm    | 25.8  | 40.4  |
| EV/EBITDA (x)          | 6.8   | 2.9   | 6.4   | 5.2   | 4.9   |
| EV/EBIT (x)            | 11.7  | 3.6   | 10.2  | 8.5   | 8.1   |

**INCOME STATEMENT (THB m)**

|                             |           |            |            |            |            |
|-----------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Revenue                     | 199,417.0 | 312,202.4  | 312,392.3  | 438,020.2  | 418,536.6  |
| EBITDA                      | 19,175.1  | 47,214.4   | 28,795.1   | 35,710.9   | 35,691.9   |
| Depreciation                | (8,074.9) | (10,003.6) | (10,783.0) | (13,754.4) | (13,865.5) |
| Amortisation                | 0.0       | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| EBIT                        | 11,100.2  | 37,210.8   | 18,012.1   | 21,956.5   | 21,826.4   |
| Net interest income / (exp) | (2,539.5) | (3,976.7)  | (3,065.4)  | (3,796.1)  | (3,646.7)  |
| Associates & JV             | 1,042.1   | 188.1      | 39.3       | 38.2       | 36.9       |
| Exceptionals                | 4,504.9   | (5,417.9)  | 7,389.4    | 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   | 22,375.4   | 18,198.6   | 18,216.7   |
| Income tax                  | (4,263.0) | (12,851.8) | (2,989.3)  | (3,632.1)  | (3,635.9)  |
| Minorities                  | (2,220.9) | (2,577.3)  | (2,092.4)  | (3,701.2)  | (3,521.1)  |
| Discontinued operations     | 0.0       | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| Reported net profit         | 7,623.8   | 12,575.2   | 17,293.6   | 10,865.3   | 11,059.6   |
| Core net profit             | 3,118.9   | 17,993.1   | 9,904.2    | 10,865.3   | 11,059.6   |

**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         | 22,212.5         | 31,145.3         | 29,759.9         |
| Inventory                           | 18,497.0         | 29,532.5         | 31,782.4         | 44,708.4         | 42,530.4         |
| Property, Plant & Equip (net)       | 69,233.3         | 73,018.4         | 114,391.0        | 107,177.8        | 99,864.4         |
| 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         | 71,918.4         | 90,340.1         | 91,320.6         |
| <b>Total assets</b>                 | <b>201,785.3</b> | <b>242,344.3</b> | <b>253,393.4</b> | <b>286,660.6</b> | <b>276,968.3</b> |
| ST interest bearing debt            | 10,737.7         | 10,732.3         | 3,449.5          | 3,091.9          | 2,040.8          |
| Accounts payable                    | 15,650.8         | 28,947.6         | 31,152.9         | 43,822.8         | 41,688.0         |
| Insurance contract liabilities      | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| LT interest bearing debt            | 77,305.1         | 80,907.6         | 79,514.6         | 76,059.4         | 60,214.8         |
| Other liabilities                   | 28,532.0         | 38,379.0         | 41,088.0         | 55,859.0         | 54,453.0         |
| <b>Total Liabilities</b>            | <b>132,226.0</b> | <b>158,966.3</b> | <b>155,204.6</b> | <b>178,833.2</b> | <b>158,397.0</b> |
| Shareholders Equity                 | 53,467.1         | 62,703.8         | 75,422.0         | 81,359.5         | 88,582.3         |
| Minority Interest                   | 16,092.2         | 20,674.3         | 22,766.7         | 26,467.9         | 29,989.0         |
| <b>Total shareholder equity</b>     | <b>69,559.3</b>  | <b>83,378.1</b>  | <b>98,188.7</b>  | <b>107,827.4</b> | <b>118,571.3</b> |
| <b>Total liabilities and equity</b> | <b>201,785.3</b> | <b>242,344.3</b> | <b>253,393.4</b> | <b>286,660.6</b> | <b>276,968.3</b> |

**CASH FLOW (THB m)**

|                                  |            |            |            |           |            |
|----------------------------------|------------|------------|------------|-----------|------------|
| Pretax profit                    | 14,107.8   | 28,004.3   | 22,375.4   | 18,198.6  | 18,216.7   |
| Depreciation & amortisation      | 8,074.9    | 10,003.6   | 10,783.0   | 13,754.4  | 13,865.5   |
| 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) | 2,632.4    | (6,572.2) | 1,908.0    |
| Cash taxes paid                  | (4,263.0)  | (12,851.8) | (2,989.3)  | (3,632.1) | (3,635.9)  |
| Other operating cash flow        | (4,504.9)  | 5,417.9    | (7,389.4)  | 0.0       | 0.0        |
| Cash flow from operations        | 11,715.6   | 19,231.7   | 25,412.1   | 21,748.7  | 30,354.2   |
| Capex                            | (22,741.2) | (13,788.6) | (52,155.6) | (6,541.2) | (6,552.0)  |
| Free cash flow                   | (11,025.6) | 5,443.1    | (26,743.5) | 15,207.5  | 23,802.1   |
| Dividends paid                   | (2,672.2)  | (4,260.8)  | (4,575.4)  | (4,927.8) | (3,836.9)  |
| Equity raised / (purchased)      | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0       | 0.0        |
| Change in Debt                   | 6,101.9    | (13,624.6) | 19,763.8   | (6,945.6) | (20,032.4) |
| Other invest/financing cash flow | 18,774.3   | 26,781.7   | (24,376.9) | (3,134.1) | 271.2      |
| 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    |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Key Ratios</b>                      |          |          |          |          |          |
| <b>Growth ratios (%)</b>               |          |          |          |          |          |
| Revenue growth                         | 46.1     | 56.6     | 0.1      | 40.2     | (4.4)    |
| EBITDA growth                          | 322.3    | 146.2    | (39.0)   | 24.0     | (0.1)    |
| EBIT growth                            | nm       | 235.2    | (51.6)   | 21.9     | (0.6)    |
| Pretax growth                          | nm       | 98.5     | (20.1)   | (18.7)   | 0.1      |
| Reported net profit growth             | nm       | 64.9     | 37.5     | (37.2)   | 1.8      |
| Core net profit growth                 | nm       | 476.9    | (45.0)   | 9.7      | 1.8      |
| <b>Profitability ratios (%)</b>        |          |          |          |          |          |
| EBITDA margin                          | 9.6      | 15.1     | 9.2      | 8.2      | 8.5      |
| EBIT margin                            | 5.6      | 11.9     | 5.8      | 5.0      | 5.2      |
| Pretax profit margin                   | 7.1      | 9.0      | 7.2      | 4.2      | 4.4      |
| Payout ratio                           | 36.1     | 24.6     | 19.9     | 35.5     | 34.9     |
| <b>DuPont analysis</b>                 |          |          |          |          |          |
| Net profit margin (%)                  | 3.8      | 4.0      | 5.5      | 2.5      | 2.6      |
| Revenue/Assets (x)                     | 1.0      | 1.3      | 1.2      | 1.5      | 1.5      |
| Assets/Equity (x)                      | 3.8      | 3.9      | 3.4      | 3.5      | 3.1      |
| ROAE (%)                               | 19.1     | 26.1     | 29.3     | 15.9     | 14.7     |
| ROAA (%)                               | 1.8      | 8.1      | 4.0      | 4.0      | 3.9      |
| <b>Liquidity &amp; Efficiency</b>      |          |          |          |          |          |
| Cash conversion cycle                  | 26.2     | 23.9     | 26.3     | 22.6     | 27.0     |
| Days receivable outstanding            | 19.5     | 21.6     | 25.6     | 21.9     | 26.2     |
| Days inventory outstanding             | 34.2     | 32.3     | 38.3     | 34.0     | 40.7     |
| Days payables outstanding              | 27.6     | 30.0     | 37.6     | 33.3     | 39.9     |
| Dividend cover (x)                     | 2.8      | 4.1      | 5.0      | 2.8      | 2.9      |
| Current ratio (x)                      | 2.0      | 2.3      | 1.7      | 1.7      | 1.7      |
| <b>Leverage &amp; Expense Analysis</b> |          |          |          |          |          |
| Asset/Liability (x)                    | 1.5      | 1.5      | 1.6      | 1.6      | 1.7      |
| Net gearing (%) (incl perps)           | 79.4     | 53.3     | 73.1     | 62.8     | 42.7     |
| Net gearing (%) (excl. perps)          | 79.4     | 53.3     | 73.1     | 62.8     | 42.7     |
| Net interest cover (x)                 | 4.4      | 9.4      | 5.9      | 5.8      | 6.0      |
| Debt/EBITDA (x)                        | 4.6      | 1.9      | 2.9      | 2.2      | 1.7      |
| Capex/revenue (%)                      | 11.4     | 4.4      | 16.7     | 1.5      | 1.6      |
| Net debt/ (net cash)                   | 55,213.4 | 44,471.1 | 71,727.3 | 67,714.5 | 50,614.8 |

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 หรือเรียบบริยายสมบุรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากผลการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ 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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผย 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 รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นลูกค้ารายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น 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 และเป็นผู้ออกใบอนุญาต 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 อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ 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

|             |  |
|-------------|--|
| <b>BUY</b>  | Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)         |
| <b>HOLD</b> | Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends) |
| <b>SELL</b> | 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  |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|---------------|----------------|--------------|
| 7UP    | BBL    | CPW    | HTC    | MFC   | PRINC  | 90-100        | ▲▲▲▲▲          | Excellent    |
| AAI    | BC     | CRC    | ICC    | MFEC  | PRM    | 80-89         | ▲▲▲▲           | Very Good    |
| AAV    | BCH    | CRD    | ICHI   | MILL  | PRTR   | 70-79         | ▲▲▲            | Good         |
| ABM    | BCP    | CSC    | ICN    | MINT  | PSH    | 60-69         | ▲▲             | Satisfactory |
| ACE    | BCPG   | CSS    | III    | MONO  | PSL    | 50-59         | ▲              | Pass         |
| ACG    | BDM5   | CV     | ILINK  | MOONG | PT     | Lower than 50 | No logo given  | N/A          |
| ADB    | BEC    | DCC    | ILM    | MSC   | PTC    |               |                |              |
| ADD    | BEM    | DDD    | IMH    | MST   | PTT    |               |                |              |
| ADVANC | BEYOND | DELTA  | IND    | MTC   | PTTEP  |               |                |              |
| AEONTS | BGC    | DEMCO  | INET   | MTI   | PTTGC  |               |                |              |
| AF     | BGRIM  | DMT    | INTUCH | NC    | Q-CON  |               |                |              |
| AGE    | BH     | DOHOME | IP     | NCH   | QH     |               |                |              |
| AH     | BIZ    | DRT    | IRC    | NCL   | QTC    |               |                |              |
| AHC    | BJC    | DUSIT  | IRPC   | NDR   | RATCH  |               |                |              |
| AIRA   | BJCHI  | EA     | ITC    | NER   | RBF    |               |                |              |
| AIT    | BKI    | EASTW  | ITEL   | NKI   | RPH    |               |                |              |
| AJ     | BLA    | ECL    | IVL    | NOBLE | RS     |               |                |              |
| AKP    | BOL    | ECL    | JAS    | NRF   | RT     |               |                |              |
| AKR    | BPP    | EE     | JTS    | NTV   | S      |               |                |              |
| ALLA   | BRI    | EGCO   | KBANK  | NVD   | S&J    |               |                |              |
| ALT    | BROOK  | EPG    | KCC    | NWR   | SA     |               |                |              |
| AMA    | BRR    | ERW    | KCE    | NYT   | SABINA |               |                |              |
| AMARIN | BTS    | ETC    | KEX    | OCC   | SAK    |               |                |              |
| AMATA  | BTW    | ETE    | KKP    | ONEE  | SAMART |               |                |              |
| AMATAV | BWG    | FE     | KSL    | OR    | SAMTEL |               |                |              |
| ANAN   | BYD    | FLOYD  | KTB    | ORI   | SAPPE  |               |                |              |
| AOT    | CBG    | FN     | KTC    | OSP   | SAT    |               |                |              |
| AP     | CENDEL | FPI    | KTMS   | OTO   | SBNEXT |               |                |              |
| APCO   | CFRESH | FPT    | KUMWEL | PAP   | SC     |               |                |              |
| APCS   | CHASE  | FSX    | KUN    | PATO  | SCB    |               |                |              |
| ARIP   | CHEWA  | FVC    | LALIN  | PB    | SCC    |               |                |              |
| ARROW  | CHG    | GBX    | LANNA  | PCSGH | SCCC   |               |                |              |
| ASEFA  | CHOW   | GC     | LH     | PDG   | SCG    |               |                |              |
| ASK    | CIMBT  | GCAP   | LHFG   | PDJ   | SCGP   |               |                |              |
| ASP    | CIVIL  | GENCO  | LIT    | PG    | SCM    |               |                |              |
| ASW    | CK     | GFPT   | LOXLEY | PHOL  | SDC    |               |                |              |
| ATP30  | CKP    | GGC    | LPN    | PIMO  | SEAFCO |               |                |              |
| AUCT   | CM     | GLAND  | LRH    | PJW   | SEAOL  |               |                |              |
| AWC    | CNT    | GLOBAL | LST    | PLANB | SECURE |               |                |              |
| AYUD   | COLOR  | GPSC   | M      | PLAT  | SELIC  |               |                |              |
| B      | COM7   | GRAMMY | MAJOR  | PLUS  | SENA   |               |                |              |
| BA     | COTTO  | GULF   | MALEE  | PM    | SENX   |               |                |              |
| BAFS   | CPALL  | GUNKUL | MATCH  | POLY  | SFT    |               |                |              |
| BAM    | CPAXT  | HANA   | MBK    | PORT  | SGC    |               |                |              |
| BANPU  | CPF    | HARN   | MC     | PPP   | SGF    |               |                |              |
| BAY    | CPI    | HENG   | M-CHAI | PPS   | SGP    |               |                |              |
| BBGI   | CPL    | HMPRO  | MCOT   | PR9   | SHR    |               |                |              |
| BBIK   | CPN    | HPT    | MEGA   | PRG   | SICT   |               |                |              |



|        |        |        |        |       |       |        |       |        |
|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 2S     | BSBM   | EFORL  | IT     | KWC   | PIN   | SCI    | SUPER | VRANDA |
| A5     | BTG    | EKH    | J      | KWM   | PQS   | SCN    | SVOA  | WAVE   |
| AIE    | CEN    | ESSO   | JCKH   | LDC   | PREB  | SE     | SWC   | WFX    |
| ALUCON | CGH    | ESTAR  | JDF    | LEO   | PRI   | SE-ED  | TCC   | WIKI   |
| AMR    | CH     | EVER   | JKN    | LHK   | PRIME | SFLEX  | TEKA  | WIN    |
| APURE  | CHIC   | FORTH  | JMART  | MACO  | PROEN | SINGER | TFM   | WP     |
| ARIN   | CI     | FSMART | JUBILE | METCO | PROS  | SKN    | TMILL | XO     |
| AS     | CIG    | FTI    | K      | MICRO | PROUD | SONIC  | TNP   |        |
| ASIA   | CMC    | GEL    | KCAR   | MK    | PSTC  | SORKON | TPLAS |        |
| ASIAN  | COMAN  | GPI    | KGI    | MVP   | PTECH | SPVI   | TPOLY |        |
| ASIMAR | CSP    | HEALTH | KIAT   | NCAP  | PYLON | SSP    | TRC   |        |
| ASN    | DOD    | HUMAN  | KISS   | NOVA  | RCL   | SST    | TRU   |        |
| AURA   | DPAINT | IFS    | KK     | NTSC  | SALEE | STANLY | TRUBB |        |
| BR     | DV8    | INSET  | KTIS   | PACO  | SANKO | STP    | TSE   |        |



|        |        |        |        |        |        |       |       |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 24CS   | CHARAN | GTB    | JSP    | MUD    | PMTA   | SAMCO | TC    | UTP    |
| AMANAH | CHAYO  | GTV    | KBS    | NATION | PPM    | SAWAD | TEAM  | VARO   |
| AMARC  | CHOTI  | GYT    | KGEN   | NNCL   | PRAKIT | SCAP  | TFI   | VPO    |
| AMC    | CITY   | HL     | KJL    | NPK    | PRAPAT | SCP   | TIGER | W      |
| APP    | CMAN   | HTECH  | L&E    | NSL    | PRECHA | SIAM  | TITLE | WARRIX |
| ASAP   | CMR    | HYDRO  | LEE    | NV     | PRIN   | SKE   | TKC   | WORK   |
| BCT    | CRANE  | IIG    | MASTER | OGC    | PSG    | SKY   | TMI   | WPH    |
| BE8    | CWT    | INGRS  | MBAX   | PAF    | RABBIT | SMART | TNH   | YONG   |
| BIG    | DHOUSE | INSURE | MEB    | PCC    | READY  | SMD   | TPA   | ZIGA   |
| BIOTEC | DTCENT | IRCP   | MENA   | PEACE  | RJH    | SMIT  | TPAC  |        |
| BLESS  | EASON  | ITD    | META   | PICO   | RSP    | SOLAR | TRITN |        |
| BSM    | FNS    | ITNS   | MGT    | PK     | RWI    | SPA   | UBA   |        |
| BVG    | FTE    | JCK    | MITSIB | PL     | S11    | STECH | UMI   |        |
| CAZ    | GIFT   | JMT    | MJD    | PLANET | SAAM   | STPI  | UMS   |        |
| CCET   | GJS    | JR     | MOSHI  | PLE    | SAF    | SVR   | UOBKH |        |

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 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   | POLY     | SEAFCO   | 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