

# Bangchak Corporation (BCP TB)

## แนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง

### Valuation ยังคงถูกที่สุดแม้จะมีแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่ง

เราคาดว่าแนะนำ ซื้อ BCP และปรับราคาเป้าหมายเป็น 58 จาก 59 พร้อมปรับประมาณการกำไรปี 67-70 เป็น -4% ถึง +7% สะท้อนภาคการผลิต E&P ที่เปลี่ยนแปลง ปริมาณน้ำมันดิบที่สูงขึ้น และกระแสกำไรใหม่สำหรับธุรกิจสาธารณูปโภค โดย BCP ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มพลังงาน เนื่องจากการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่ 20% ในปี 67 ผนวกอ็อปไซดจ์จาก synergy ทั้งนี้ แม้จะมีแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่ง แต่หุ้น BCP ยังคงเป็นหุ้นปลายน้ำที่ถูกที่สุด โดยมี P/E ที่ 5.7 เท่า ปัจจัยบวกที่จะหนุนราคาหุ้นได้แก่ ผลประกอบการที่แข็งแกร่งตั้งแต่ 1Q67 เป็นต้นไป

### การผลิต E&P โตแกร่ง

เราเพิ่มประมาณการการผลิต E&P เป็น 37 จาก 33KBOED และเทียบกับเป้าของบริษัทฯ ที่ 35-40KBOED ในปี 67 สะท้อนการเติบโตที่ 50% YoY เนื่องจาก OKEA (บริษัทลูกที่ดำเนินการ E&P ของ BCP ในนอร์เวย์) ได้รวมสินทรัพย์ที่ซื้อเข้ามาใหม่ เราประเมินว่าการผลิตจะลดลง 10% ต่อไปในปีต่อๆ ไป แม้ว่าจะสามารถชดเชยได้ด้วยงบลงทุนและการซื้อสินทรัพย์ที่สูงขึ้นก็ตาม ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากผลประกอบการในอดีตของ OKEA ในโครงการ Draugen และ Brage เราอาจเห็นอ็อปไซดจ์จากอัตรา recovery rate ที่สูงขึ้นจาก Statfront ซึ่งอัตรา recovery rate ที่เพิ่มขึ้นเพียง 1% จะทำให้ปริมาณเพิ่มขึ้นอีก 17 ล้านบาร์เรล

### การควบรวมกับ BSRC ยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก

เราคาดว่าการควบรวมกิจการกับ BSRC (BSRC TB ไม่มีคำแนะนำ) จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักให้กำไรต่อหุ้น (EPS) ปกติเติบโตที่ 20% ในปี 67 ซึ่งการดำเนินงานของ BSRC มีแนวโน้มที่ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นที่ 85% (เทียบกับ 70-75% ก่อนหน้านั้น) เนื่องจาก BCP สามารถรองรับผลผลิตผลิตภัณฑ์ของ BSRC ได้ ซึ่งผลการประหยัดต้นทุนจากการ synergy ที่ 2.5 พันล้านบาทในปี 67 และ 3.0 พันล้านบาทในปี 68 และหลังจากนั้น ถือเป็นอ็อปไซดจ์ต่อประมาณการของเรา

### กำไรจากธุรกิจพลังงานลดลงในอัตราที่ชะลอลตัว

เราประเมินประมาณการล่าสุดของ BCPG (BCPG TB ซื้อ TP 11.7 บาท) ในประมาณการ BCP ของเรา ส่งผลให้ส่วนแบ่งกำไรจาก BCPG เพิ่มขึ้น 12-128% ที่ระดับ EBIT ในปี 67-70 ซึ่งการเพิ่มขึ้นดังกล่าวเกิดจากการรวมการลงทุนของ BCPG ในโรงไฟฟ้าของสหรัฐฯ ซึ่งช่วยชดเชยการลดอัตรากำไรสุทธิจากการเพิ่มเติมสำหรับโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย รายละเอียดเพิ่มเติม ดูรายงาน BCPG - พร้อมสำหรับการเติบโตในระยะต่อไป วันที่ 15 ธันวาคม 2566

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	312,202	374,542	526,404	517,825	526,214
EBITDA	47,214	35,172	47,138	46,295	43,573
Core net profit	17,993	8,720	10,471	10,866	10,156
Core EPS (THB)	13.07	6.33	7.60	7.89	7.38
Core EPS growth (%)	476.9	(51.5)	20.1	3.8	(6.5)
Net DPS (THB)	2.25	2.00	2.30	2.40	2.20
Core P/E (x)	2.4	6.9	5.7	5.4	5.8
P/BV (x)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
Net dividend yield (%)	7.1	4.6	5.3	5.6	5.1
ROAE (%)	26.1	23.0	15.9	14.8	12.5
ROAA (%)	8.1	3.0	2.9	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	2.9	6.4	4.8	4.5	4.5
Net gearing (%) (incl perps)	53.3	107.2	94.7	66.0	46.9
Consensus net profit	-	-	11,451	13,028	15,231
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(8.6)	(16.6)	(33.3)

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

# BUY

Share Price THB 43.00  
 12m Price Target THB 58.00 (+40%)  
 Previous Price Target THB 59.00

### Company Description

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

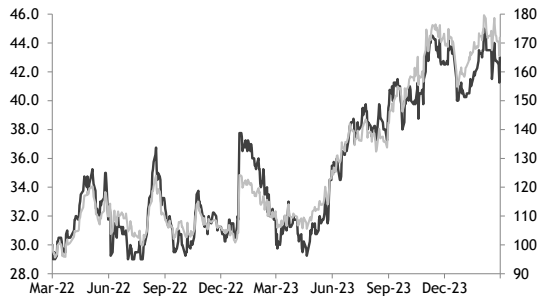
### Statistics

52w high/low (THB)	45.00/29.25
3m avg turnover (USDm)	6.5
Free float (%)	59.4
Issued shares (m)	1,377
Market capitalisation	THB59.2B USD1.7B

### Major shareholders:

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

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	0	1	35
Relative to index (%)	1	(1)	54

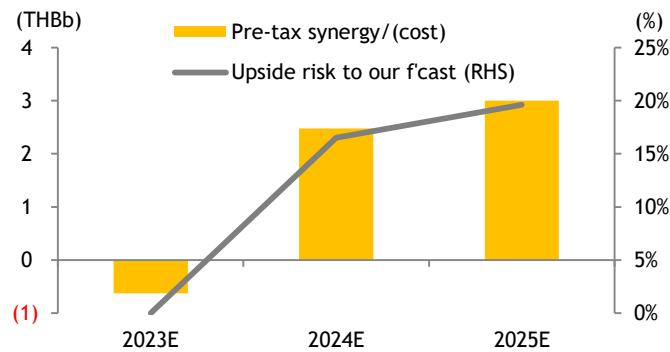
Source: FactSet

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.

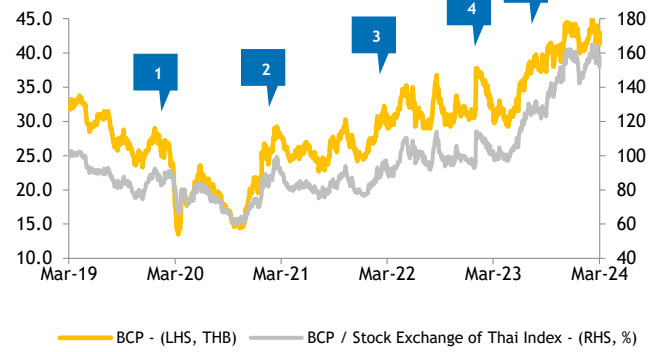
### Upside to our forecasts from synergy benefits



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



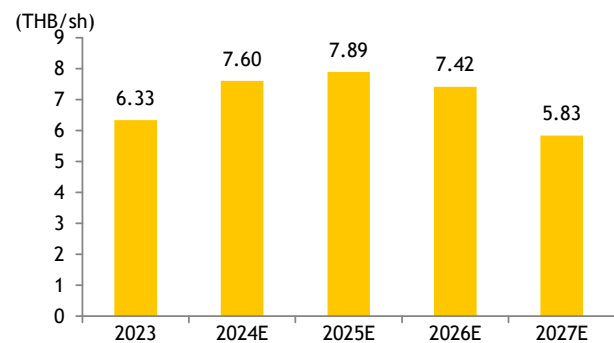
Source: Company, Maybank IBG Research

1. Covid-19 led to sharp contraction in oil demand
2. Re-opening oil demand recovery
3. War in Ukraine drove up refining margins
4. BCP announced acquisition of Esso Thailand (now BSRC)
5. Market pricing in potential earnings uplift from BSRC

## Financial Metrics

- We expect significant earnings uplift from BCP’s acquisition of BSRC (formerly ESSO). This is the major driver of 20% and 4% EPS growth in FY24-25E.

### BCP earnings per share



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.
- Write-offs at E&P units could drag down profits

# ESG@MAYBANK IBG

chak.reungsinpinya@maybank.com

<b>Risk Rating &amp; Score<sup>1</sup></b>	28.8 Medium Risk
<b>Score Momentum<sup>2</sup></b>	-3.1
<b>Last Updated</b>	18 Jul 2023
<b>Controversy Score<sup>3</sup></b> (Updated: 13 Mar 2024)	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/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.

<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. Still the cheapest despite strong growth outlook

## 1.1 Earnings revisions

We maintain BUY on BCP and fine-tune our TP to THB58 from THB59. We revise our earnings by -4% to +7% in FY24-27E as we factor in a changing E&P production profile, higher crude premium and new earnings streams for its utilities business.

Fig 1: BCP earnings revisions

THB/share	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
New / Actual	13.07	6.33	7.60	7.89	7.38	5.82
Old			7.89	8.03	7.23	5.46
Change			-4%	-2%	2%	7%

Source: Company, MST

## 1.2 P/E and P/BV

BCP remains the cheapest in our energy coverage at just 5.7x FY24E P/E despite its strong 20% EPS growth in FY24E followed by 4% growth in FY25E. On P/BV terms, the stock is trading at 0.85x FY24E P/BV which is well below its long-term average of 1.1x (our implied target P/BV).

Fig 2: Thai energy coverage valuation table

Bloomberg code	Mkt cap (USDm)	Rating	Price (THB)	TP (THB)	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Div yld (%)	
						24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
TOP TB	3,610	BUY	57.75	75.00	30	8.0	7.1	0.7	0.7	9.5	10.1	4.9	5.5
BCP TB	1,735	BUY	43.00	58.00	35	5.7	5.4	0.8	0.8	23.0	15.9	5.3	5.6
IRPC TB	1,109	BUY	1.94	2.40	24	155.2	23.2	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	3.0
SPRC TB	1,062	BUY	8.75	10.00	14	11.0	7.8	1.0	0.9	3.7	9.0	4.1	5.8

Source: Company, MST

# 2. Strong E&P production growth outlook

## 2.1 A portfolio focused on NCS

OKEA owns a portfolio of working interests (W.I.) in E&P projects in Norway Continental Shelf (NCS). It operates 2 of the fields (Draugen and Brage) and is a partner in the other projects. BCP's ownership in OKEA is 46% but OKEA is fully consolidated into BCP's financial statements based on control.

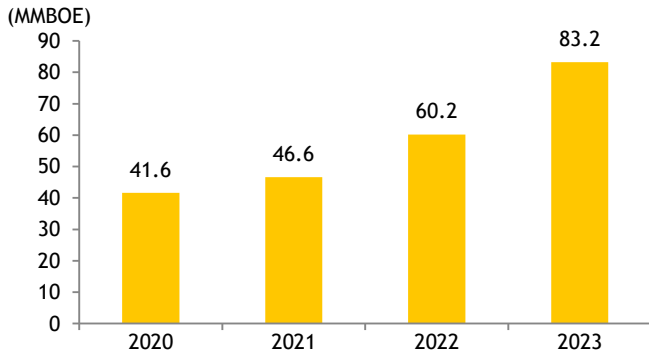
Fig 3: OKEA portfolio

Project	OKEA	W.I.	Output (KBOED)	2P reserves (MMBOE)
Draugen	Operator	44.56%	8.7	31.1
Brage	Operator	35.20%	8.0	2.9
Gjoa	Partner	12.00%	5.1	4.6
Statfjord	Partner	28.00%	10.1	32.2
Yme	Partner	15.00%	3.4	3.4
Ivar Aasen	Partner	9.24%	2.9	4.7
Nova	Partner	6.00%	2.0	4.2

Source: Company, MST

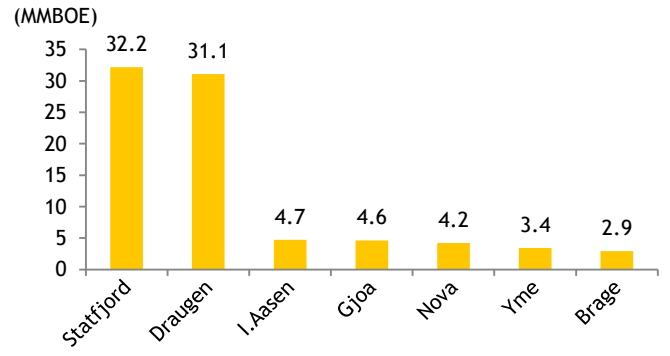
Through a series of acquisitions, OKEA has been able to double its 2P reserves, from 41.6MMBOE at the end of 2020 to 83.2MMBOE at the end of 2023 (including recently acquired Statfjord project). Of all the fields, Statfjord and Draugen are the two biggest both in terms of reserves and production volume.

**Fig 4: OKEA 2P reserves over the years**



Source: Company, MST

**Fig 5: OKEA 2023 2P reserves by project**

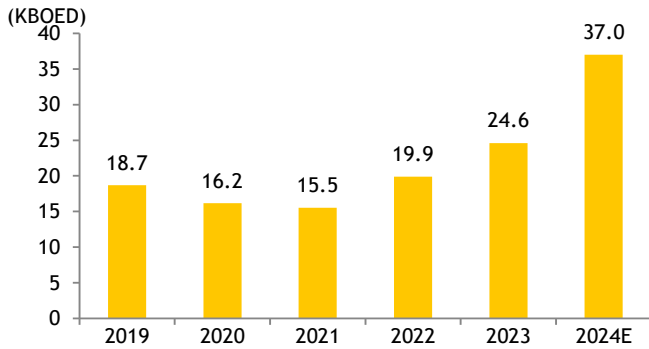


Source: Company, MST

## 2.2 Strong volume growth outlook

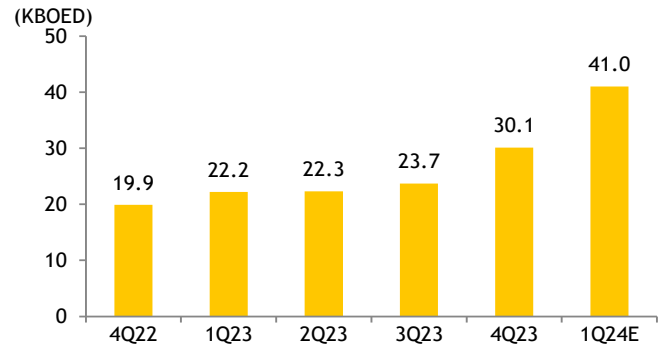
We expect a 50% YoY production growth for OKEA to 37kboed in FY24E. This is driven mainly by consolidation of Statfjord (28% working interest) which would contribute about 10kboed starting in 1Q24E. On a quarterly basis, growth will be about 33% in 1Q24E compared to 4Q23A output of 30kboed.

**Fig 6: OKEA annual production**



Source: Company, MST

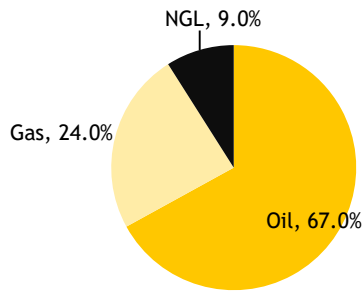
**Fig 7: OKEA quarterly production**



Source: Company, MST

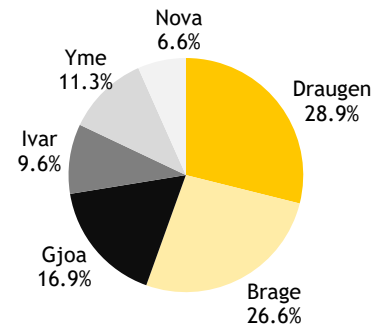
In terms of product mix, OKEA produces primarily oil (67%) whereas gas makes up 24% of output and natural gas liquids (NGL) makes up another 9%. Draugen project has been the biggest contributor to volume followed by Brage. OKEA operate these two projects whereas the other projects are operated by its partners (which are, in turn, selected by the Norwegian authorities).

**Fig 8: 4Q23 production by product**



Source: Company, MST

**Fig 9: 4Q23 production by field**

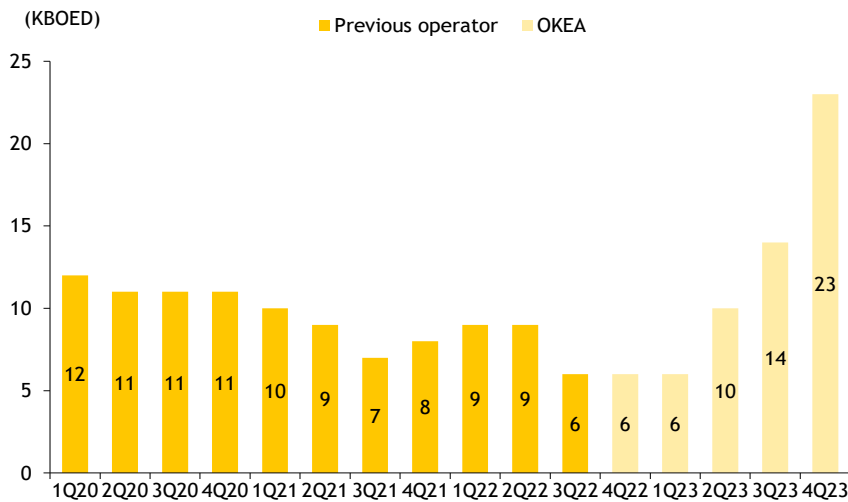


Source: Company, MST

### 2.3 Potential upside risks from higher recovery rate

In FY24E, Statfjord will become the biggest volume contributor (about 10KBOED). We think OKEA’s involvement in Statfjord could offer upside risks to volume given the company has had a strong track record in improving efficiency and recovery rate when it took over operator ship of Draugen and Brage projects. For example, production reliability at Draugen increased to 94-99% in FY19-23 when OKEA was the operator compared to 90-92% previously. Similarly, output at Brage increased from 6kboed when OKEA took over in 4Q22 to 23kboed in 4Q23.

**Fig 10: Brage output before and after OKEA took over as operator**



Source: Company, MST



FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	3.4	3.8	5.7	5.4	5.8
Core P/E (x)	2.4	6.9	5.7	5.4	5.8
P/BV (x)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
P/NTA (x)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
Net dividend yield (%)	7.1	4.6	5.3	5.6	5.1
FCF yield (%)	12.5	nm	20.2	49.7	40.3
EV/EBITDA (x)	2.9	6.4	4.8	4.5	4.5
EV/EBIT (x)	3.6	10.8	7.9	7.3	7.5

**INCOME STATEMENT (THB m)**

Revenue	312,202.4	374,542.0	526,404.0	517,825.2	526,213.6
EBITDA	47,214.4	35,172.1	47,137.7	46,294.9	43,572.8
Depreciation	(10,003.6)	(14,370.0)	(18,156.4)	(17,854.1)	(17,614.3)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	37,210.8	20,802.1	28,981.3	28,440.8	25,958.5
Net interest income / (exp)	(3,976.7)	(4,980.4)	(4,910.2)	(5,961.3)	(4,947.5)
Associates & JV	188.1	339.8	38.2	36.9	37.3
Exceptionals	(5,417.9)	4,513.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	28,004.3	20,674.5	24,109.3	22,516.4	21,048.3
Income tax	(12,851.8)	(8,766.2)	(9,287.9)	(8,366.7)	(7,808.3)
Minorities	(2,577.3)	1,324.9	(4,350.5)	(3,283.2)	(3,084.0)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	12,575.2	13,233.2	10,470.9	10,866.5	10,155.9
Core net profit	17,993.1	8,720.2	10,470.9	10,866.5	10,155.9

**BALANCE SHEET (THB m)**

Cash & Short Term Investments	47,168.8	36,795.4	37,530.5	38,280.3	39,045.0
Accounts receivable	22,199.0	33,273.9	46,765.2	46,003.1	46,748.3
Inventory	29,532.5	47,839.9	66,904.8	65,722.6	67,108.7
Property, Plant & Equip (net)	73,018.4	119,373.8	107,758.6	96,456.5	83,905.3
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	1,852.3	28,348.7	28,348.7	28,348.7	28,348.7
Other assets	68,573.3	74,797.1	97,249.3	97,803.5	100,673.5
<b>Total assets</b>	<b>242,344.3</b>	<b>340,428.8</b>	<b>384,557.0</b>	<b>372,614.6</b>	<b>365,829.4</b>
ST interest bearing debt	10,732.3	27,854.5	25,730.3	20,194.8	15,939.9
Accounts payable	28,947.6	41,287.1	57,740.6	56,720.3	57,916.6
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	80,907.6	116,215.4	117,791.0	99,228.5	85,622.8
Other liabilities	38,379.0	55,040.0	71,390.0	73,616.0	73,395.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>158,966.3</b>	<b>240,397.0</b>	<b>272,651.4</b>	<b>249,759.9</b>	<b>232,874.4</b>
Shareholders Equity	62,703.8	72,111.7	79,635.0	87,300.9	94,584.5
Minority Interest	20,674.3	27,920.1	32,270.6	35,553.8	38,637.9
<b>Total shareholder equity</b>	<b>83,378.1</b>	<b>100,031.8</b>	<b>111,905.6</b>	<b>122,854.7</b>	<b>133,222.3</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>242,344.3</b>	<b>340,428.8</b>	<b>384,557.0</b>	<b>372,614.6</b>	<b>366,096.7</b>

**CASH FLOW (THB m)**

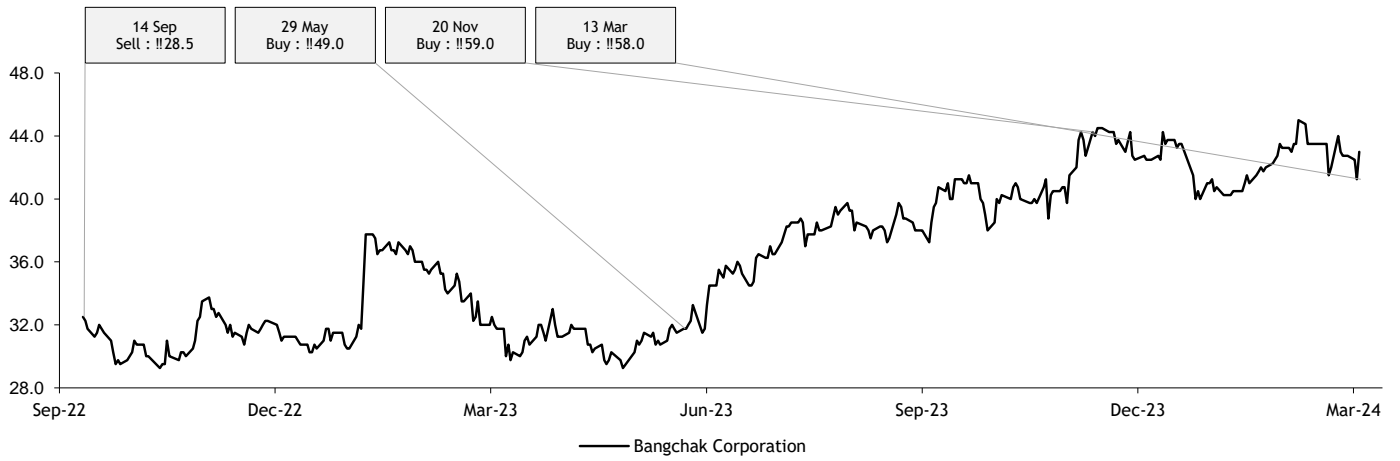
Pretax profit	28,004.3	20,674.5	24,109.3	22,516.4	21,048.3
Depreciation & amortisation	10,003.6	14,370.0	18,156.4	17,854.1	17,614.3
Adj net interest (income)/exp	447.7	511.8	0.0	0.0	0.0
Change in working capital	(13,794.6)	2,169.1	(14,472.4)	3,982.4	(1,976.9)
Cash taxes paid	(12,851.8)	(8,766.2)	(9,287.9)	(8,366.7)	(7,808.3)
Other operating cash flow	5,417.9	(4,513.0)	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	19,231.7	33,017.0	18,505.3	35,986.2	28,877.4
Capex	(13,788.6)	(60,725.4)	(6,541.2)	(6,552.0)	(5,063.1)
Free cash flow	5,443.1	(27,708.4)	11,964.1	29,434.1	23,814.3
Dividends paid	(4,260.8)	(4,260.8)	(2,947.6)	(3,200.6)	(3,153.4)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(13,624.6)	57,402.1	(10,516.9)	(26,240.4)	(20,476.4)
Other invest/financing cash flow	26,781.7	(35,806.3)	2,235.4	756.6	580.2
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	14,339.4	(10,373.4)	735.1	749.8	764.8



FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	56.6	20.0	40.5	(1.6)	1.6
EBITDA growth	146.2	(25.5)	34.0	(1.8)	(5.9)
EBIT growth	235.2	(44.1)	39.3	(1.9)	(8.7)
Pretax growth	98.5	(26.2)	16.6	(6.6)	(6.5)
Reported net profit growth	64.9	5.2	(20.9)	3.8	(6.5)
Core net profit growth	476.9	(51.5)	20.1	3.8	(6.5)
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	15.1	9.4	9.0	8.9	8.3
EBIT margin	11.9	5.6	5.5	5.5	4.9
Pretax profit margin	9.0	5.5	4.6	4.3	4.0
Payout ratio	24.6	20.8	30.2	30.4	29.8
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	4.0	3.5	2.0	2.1	1.9
Revenue/Assets (x)	1.3	1.1	1.4	1.4	1.4
Assets/Equity (x)	3.9	4.7	4.8	4.3	3.9
ROAE (%)	26.1	23.0	15.9	14.8	12.5
ROAA (%)	8.1	3.0	2.9	2.9	2.8
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	23.9	30.4	33.2	39.1	38.5
Days receivable outstanding	21.6	26.7	27.4	32.2	31.7
Days inventory outstanding	32.3	40.3	42.8	50.3	49.3
Days payables outstanding	30.0	36.6	36.9	43.4	42.6
Dividend cover (x)	4.1	4.8	3.3	3.3	3.4
Current ratio (x)	2.3	1.4	1.5	1.5	1.6
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6
Net gearing (%) (incl perps)	53.3	107.2	94.7	66.0	46.9
Net gearing (%) (excl. perps)	53.3	107.2	94.7	66.0	46.9
Net interest cover (x)	9.4	4.2	5.9	4.8	5.2
Debt/EBITDA (x)	1.9	4.1	3.0	2.6	2.3
Capex/revenue (%)	4.4	16.2	1.2	1.3	1.0
Net debt/ (net cash)	44,471.1	107,274.4	105,990.8	81,143.0	62,517.6

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" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน 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 แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### 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 การเป็นคู่ผู้ประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน 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 รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถิ่นฐานได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถิ่นฐานได้ 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 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 อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านพาณิชย์, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 14 มีนาคม 2567, 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 14 มีนาคม 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มที่มีความรู้ความเข้าใจ 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	MFEK	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	SEAFKO			
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	WIK
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

### Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

### Companies certified by CAC

2S	BEC	DCC	HARN	LANNA	ORI	PYLON	SMK	THRE	UEC
7UP	BEYOND	DELTA	HENG	LH	PAP	Q-CON	SMPC	THREL	UKEM
AAI	BGC	DEMCO	HMPRO	LHFG	PATO	QH	SNC	TIDLOR	UOBKH
ADVANC	BGRIM	DOHOME	HTC	LHK	PB	QLT	SNP	TIPCO	UV
AF	BKI	DRT	ICC	LPN	PCSGH	QTC	SORKON	TISCO	VCOM
AH	BLA	DUSIT	ICHI	LRH	PDG	RABBIT	SPACK	TKS	VGI
AI	BPP	EA	IFS	M	PDJ	RATCH	SPALI	TKT	VIH
AIE	BROOK	EASTW	III	MAJOR	PG	RML	SPC	TMD	WACOAL
AIRA	BRR	ECF	ILINK	MALEE	PHOL	RS	SPI	TMILL	WHA
AJ	BSBM	EGCO	ILM	MATCH	PIMO	RWI	SPRC	TMT	WHAUP
AKP	BTS	EP	INET	MBAX	PK	S&J	SRICHA	TNITY	WICE
AMA	BWG	EPG	INOX	MBK	PL	SAAM	SSF	TNL	WIK
AMANAHA	CEN	ERW	INSURE	MC	PLANB	SABINA	SSP	TNP	XO
AMATA	CENDEL	ESTAR	INTUCH	MCOT	PLANET	SAK	SSSC	TNR	YUASA
AMATAV	CFRESH	ETC	IRPC	META	PLAT	SAPPE	SST	TOG	ZIGA
AP	CGH	ETE	ITEL	MFC	PM	SAT	STA	TOP	
APCS	CHEWA	FNS	IVL	MFEC	PPP	SC	STGT	TOPP	
AS	CHOTI	FPI	JAS	MILL	PPPM	SCB	STOWER	TPA	
ASIAN	CHOW	FPT	JKN	MINT	PPS	SCC	SUSCO	TPCS	
ASK	CIMBT	FSMART	JR	MONO	PR9	SCCC	SVI	TRT	
ASP	CM	FTE	JTS	MOONG	PREB	SCG	SYMC	TRU	
AWC	CMC	GBX	KASET	MSC	PRG	SCGP	SYNTEC	TRUE	
AYUD	CMCF	GC	KBANK	MST	PRINC	SCM	TAE	TSC	
B	COM7	GCAP	KBS	MTC	PRM	SCN	TAKUNI	TSI	
BAFS	COTTO	GEL	KCAR	MTI	PROS	SEA OIL	TASCO	TSTE	
BAM	CPALL	GFPT	KCC	NATION	PSH	SE-ED	TCAP	TSTH	
BANPU	CPAXT	GGC	KCE	NCAP	PSL	SELIC	TFG	TTB	
BAY	CPF	GJS	KGEN	NEP	PSTC	SENA	TFI	TTCL	
BBGI	CPI	GPI	KGI	NKI	PT	SGC	TFMAMA	TU	
BBL	CPL	GPSC	KKP	NOBLE	PTECH	SGP	TGE	TVDH	
BCH	CPN	GSTEEL	KSL	NRF	PTG	SIRI	TGH	TVO	
BCP	CPW	GULF	KTB	OCC	PTT	SITHAI	THANI	TWPC	
BCPG	CRC	GUNKUL	KTC	OGC	PTTEP	SKR	THCOM	U	
BE8	CSC	HANA	L&E	OR	PTTGC	SMIT	THIP	UBIS	

### N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC