



SET ESG Rating of AAA

Neutral · Maintained

Price as of 20 Mar 2024	44.75
12M target price (Bt/shr)	50.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	8.7
Upside/downside (%)	11.7

Key messages

BCP กำลังก่อสร้างโครงการน้ำมันอากาศยานแบบยั่งยืน (Sustainable Aviation Fuel: SAF) ด้วยกำลังการผลิตที่ 7KBD หรือเท่ากับ 1 ล้านลิตร/วัน ซึ่ง BCP และ BBGI Pcl. (BBGLBK/BBGI TB) ถือหุ้นในสัดส่วน 80% และ 20% ตามลำดับ โดยบริษัทตั้งเป้าโครงการ SAF จะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ใน 1Q68F ทั้งนี้เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2567F ด้วยวิธี SoTP ขึ้นเป็น 50.00 บาท จากเดิม 46.00 บาท หลังจากที่เราปรับเพิ่ม EV/EBITDA สำหรับธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันของ BCP ขึ้นเป็น 7.0x จากเดิม 6.5x เพื่อสะท้อนผลบวกจากโครงการ SAF นอกจากนี้ เราเชื่อว่าราคาหุ้นจะไต่แรงหนุนจาก i) คาดกำไรใน 1Q67F เพิ่มขึ้น QoQ อย่างมีนัยสำคัญ, ii) การรับรูสวนแบ่งกำไรจาก BSRC เต็มปีเป็นปีแรก และ iii) ได้รับผลบวกจากโครงการ SAF ที่กำลังจะเปิดดำเนินการใน 1Q68F แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำเพียงถือ BCP

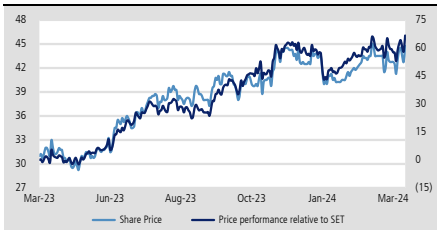
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	61.6/1,709		
Outstanding shares (mn)	1,377		
Foreign ownership (mn)	243		
3M avg. daily trading (mn)	5.9		
52-week trading range (Bt)	29.25 – 45.00		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	2.9	8.5	47.9
Relative	5.3	20.3	69.8

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.66	1.28	1.32	1.27
2022	3.16	3.83	1.79	0.34
2023	1.99	0.33	8.00	(0.71)

Share price chart



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon, CISA
66.2658.8888 Ext. 8847
kaweewitt@kgi.co.th

COMPANY UPDATE

Thailand

Bangchak Corporation

(BCP.BK/BCP TB)*



ผู้บุกเบิกโครงการน้ำมันอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) รายแรกในไทย

Event

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรเต็มปีและปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นใหม่

Impact

คาดจะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์โครงการ SAF ได้ใน 1Q68F

BCP กำลังก่อสร้างโครงการน้ำมันอากาศยานแบบยั่งยืน (Sustainable Aviation Fuel: SAF) ด้วยกำลังการผลิตที่ 7KBD หรือ 1 ล้านลิตร/วัน ซึ่ง BCP และ BBGI Pcl. (BBGLBK/BBGI TB) ถือหุ้นในสัดส่วน 80% และ 20% ตามลำดับ ในขณะที่ยังไม่มีเป้าหมายการจัดหาวัตถุดิบจาก 2 แหล่งเพื่อใช้ในการผลิตในโครงการ SAF คือ i) ใช้น้ำมันปรุงอาหารที่ใช้แล้ว (used cooking oil: UCO) ที่สัดส่วน 85% จากบริษัทคู่ค้าคือ ธนโชคน้ำมันพืช (2012) และ ii) กรดไขมันปาล์ม (palm fatty acid distillate: PFAD) ที่สัดส่วน 15% จากบริษัทย่อยที่ BBGI ในด้านอุปสงค์ของ SAF นั้น คณะกรรมการยุโรปได้เสนอบังคับใช้ SAF เป็นส่วนผสมสำหรับน้ำมันอากาศยานนานาชาติของ EU เป็นสัดส่วนขั้นต่ำของ SAF ที่ 2% ในปี 2568 และทยอยปรับเพิ่มขึ้นเป็น 63% ในปี 2593 นอกจากนี้ เมื่อวันที่ 5 ธันวาคม 2566 ทาง BCP ได้เซ็นสัญญาร่วมกับบริษัท Cosmo Oil ของญี่ปุ่นเพื่อที่จะขายผลิตภัณฑ์ SAF เป็นจำนวนอย่างน้อยสำคัญเป็นเวลา 10 ปีให้แก่ Cosmo Oil โดยบริษัทคาดว่าจะลงทุนในโครงการประมาณ 1 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้เราคาดว่าโครงการ SAF จะช่วยเพิ่ม EBITDA รวบรวม 3.3 พันล้านบาทต่อปี และช่วยเพิ่มกำไรขึ้นราว 2.0 พันล้านบาทต่อปี บนสมมติฐานของ i) อัตราค่าผลิตที่ 100%, ii) spread ของ SAF อยู่ที่ US\$0.89/liter และ iii) การได้รับสิทธิประโยชน์ยกเว้นภาษีจาก BOI เป็นเวลา 8 ปี ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นอีก 8% เป็น 1.32 หมื่นล้านบาทในปี 2568F เพราะได้รวมผลบวกจากโครงการ SAF ใหญ่ประมาณการทางการเงินครั้งนี้ด้วย ขณะที่เรายังคงประมาณการกำไรปี 2567F ไว้เช่นเดิมที่ 1.06 หมื่นล้านบาท

คาดกำไรใน 1Q67F ดีขึ้น QoQ อย่างมีนัยสำคัญ

เราคาดว่ากำไรใน 1Q67F ของ BCP พื้นตัวเด่น QoQ เนื่องจาก i) ไม่มีการบันทึกผลขาดทุนจากการซื้อขาย 2.2 พันล้านบาทจากแหล่ง Statford ของ OKEA เหมือนที่เกิดขึ้นใน 4Q66, ii) ค่ากรรณดิษฐ์ขึ้น และ iii) มีอัตรากรรณดิษฐ์น้ำมันดิบสูงขึ้นจากโรงกลั่น Bangchak Sriracha (BSRC.BK/BSRC TB)* โดยราคาตลาด GRM ของ BCP สูงขึ้น QoQ ใน 1Q67F เนื่องจาก i) การผลิตน้ำมันเบนซินหุุดชะงักจากพายุฤดูหนาวที่ประเทศสหรัฐฯ, ii) การปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นหลายแห่งในเอเชีย, iii) สต็อกน้ำมันกลุ่ม middle distillate ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำ โดยต่ำกว่าระดับเฉลี่ยหลายปีย้อนหลัง และ iv) ปริมาณการผลิตของโรงกลั่นน้ำมันในรัสเซียหายไป 800-900KBD หลังจากถูกโจมตีด้วยโดรนของยูเครน ทำให้ spread ของน้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซลใน 1QTD67 พุ่งขึ้น 40% QoQ เป็น US\$17.5/bbl และ 11% QoQ เป็น US\$23.4/bbl ตามลำดับ นอกจากนี้ BSRC ยังสามารถเพิ่มอัตรากรรณดิษฐ์น้ำมันดิบเป็น 150-155KBD ใน 1Q67F ซึ่งนับเป็นสถิติสูงสุดใหม่ โดยเพิ่มขึ้น 26-30% จาก 119KBD ใน 4Q66 เนื่องจากไม่มีกรรณดิษฐ์ CDU#2 เหมือนใน 4Q66 รวมทั้งมีอุปสงค์น้ำมันจาก BCP มากขึ้น

Valuation & action

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2567F ด้วยวิธี SoTP ขึ้นเป็น 50.00 บาท จากเดิม 46.00 บาท หลังจากเราปรับเพิ่ม EV/EBITDA สำหรับธุรกิจโรงกลั่นของ BCP ขึ้นเป็น 7.0x จากเดิม 6.5x เพื่อสะท้อนผลบวกจากโครงการ SAF นอกจากนี้ เราเชื่อว่าราคาหุ้นจะไต่แรงหนุนจาก i) คาดกำไรใน 1Q67F เพิ่มขึ้น QoQ อย่างมีนัยสำคัญ, ii) การรับรูสวนแบ่งกำไรจาก BSRC เต็มปีเป็นปีแรก และ iii) ได้รับผลบวกจากโครงการ SAF ที่กำลังจะเปิดดำเนินการใน 1Q68F แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำถือ BCP

Risks

ความผันผวนของราคาน้ำมันและ GRM รวมทั้งแผนการหยุดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นน้ำมัน (Turnaround Maintenance : TAM) เป็นเวลา 27 วันในเดือนพฤษภาคม 2567

Key financials and valuations

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
Revenue (Bt mn)	199,417	328,017	385,853	545,748	561,468
Gross profit (Bt mn)	23,156	45,081	33,075	45,379	45,339
Normalized profit (Bt mn)	9,012	15,420	22,680	10,602	13,209
Net profit (Bt mn)	7,624	12,575	13,233	10,602	13,209
EPS (Bt)	5.54	9.13	9.61	7.70	9.59
DPS (Bt)	2.00	2.25	2.00	2.00	2.50
EPS growth (%)	N.A.	64.9	5.2	(19.9)	24.6
P/E (x)	4.6	3.4	4.7	5.8	4.7
P/B (x)	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	4.2	2.2	4.8	3.5	3.3
Net debt to equity (x)	1.1	0.8	1.3	0.9	0.8
Dividend yield (%)	7.9	7.1	4.5	4.5	5.6
Return on avg. equity (%)	11.9	16.4	14.4	10.1	11.4

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGI <GO> Please see back page for disclaimer

OKEA ตั้งเป้าหมายการผลิตอยู่ที่ 100KBOED ในปี 2573F

OKEA ซึ่ง BCP ถือหุ้น 45.44% มีแผนเพิ่มการผลิตน้ำมันดิบและก๊าซเป็น 35-40KBOED ในปี 2567F เพิ่มขึ้น 42-63% YoY หลังจากที่ยักษ์พี่งเข้าซื้อแหล่ง Statfjord เมื่อวันที่ 29 ธันวาคม 2566 โดยคาดว่าโครงการนี้จะมีกำลังการผลิตสุทธิประมาณ 11-12KBOED ให้กับ OKEA ซึ่งแหล่ง Statfjord เป็นแหล่งผลิตที่ใหญ่เป็นอันดับสามบนไหล่ทวีปนอร์เวย์ (Norwegian continental shelf: NCS) โดยมีประวัติการผลิตน้ำมันดิบอย่างต่อเนื่อง OKEA ยังรายงานปริมาณสำรองสุทธิ (2P) ที่ 83.2mboe ณ สิ้นปี 2566 (+38% YoY) ในเดียวกันบริษัทมี reserve life อยู่ที่ 6-7 ปี นอกจากนี้ผู้บริหารของ OKEA จะร่วมมืออย่างใกล้ชิดกับ operator เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตให้มีเสถียรภาพและยืดอายุแหล่งการผลิตเพิ่มขึ้น

Figure 1: OKEA's production growth


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Key assumptions for BCP

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Benchmark					
Dubai crude (US\$/bbl)	69	96	82	75	70
Gasoline spread (US\$/bbl)	11.1	18.8	12.6	13.0	13.0
Jet oil spread (US\$/bbl)	5.8	30.3	23.6	20.0	20.0
Diesel spread (US\$/bbl)	6.7	34.3	21.1	20.0	20.0
LSFO spread (US\$/bbl)	6.1	13.0	6.3	5.0	5.0
Refinery (only BCP)					
Market GRM (US\$/bbl)	4.5	14.3	9.5	8.6	8.8
Crude run (KBD)	99	123	120	111	122
Green power plant					
BCPG's gross profit (Bt mn)	3,061	3,427	2,473	2,593	3,091
Oil marketing (only BCP)					
Marketing margin (Bt/liter)	0.72	0.93	0.92	0.90	0.90
Sales volume (mn liters)	4,853	5,977	6,490	6,966	7,238
E&P					
OKEA sales volume (KBOED)	15.8	16.3	28.8	42.5	42.5
OKEA selling price					
- Liquid (US\$/bbl)	65.3	98.4	80.1	70.2	65.7
- Gas (US\$/mmbtu)	17.6	24.7	14.6	13.0	10.0
Bangchak Sriracha (BSRC)					
BSRC's earnings (Bt mn)	-	-	545	4,656	4,950

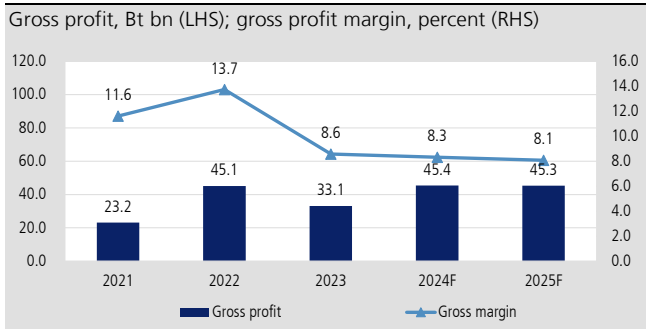
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Company profile

Bangchak Corporation (BCP) is one of Thailand’s leading petroleum companies. It imports crude oil from the Middle East, the Far East and indigenous sources and refines it into products with a maximum crude-processing capacity of 120KBD. The company also operates more than 1,000 service stations and has expanded its business to green business such as solar farms, wind farms, geothermal power plants, and lithium mining.

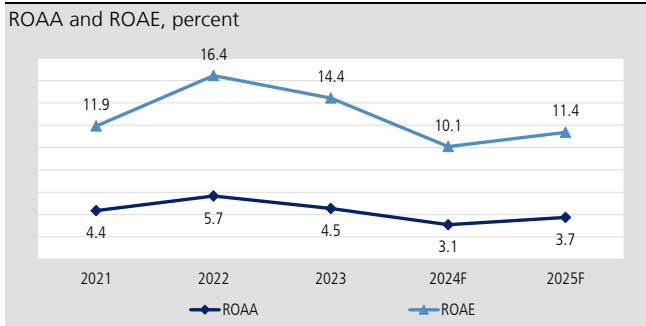
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Gross profit



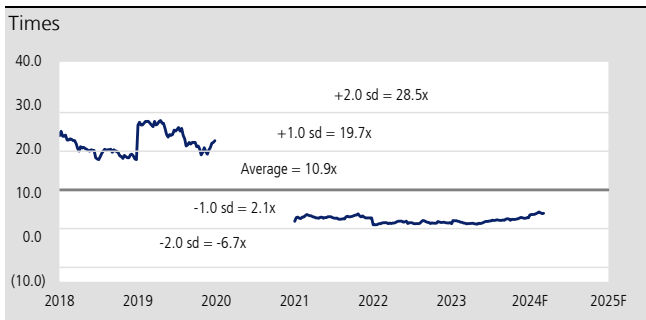
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Company ROAA and ROAE



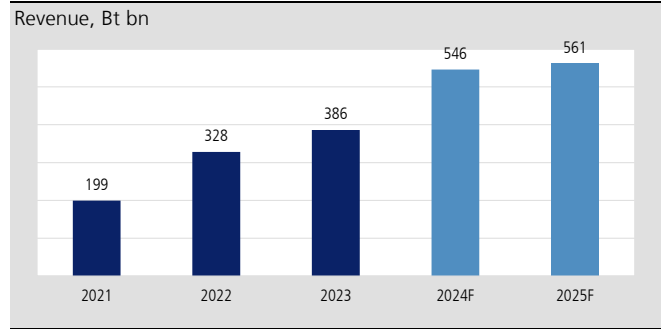
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Company trading PER



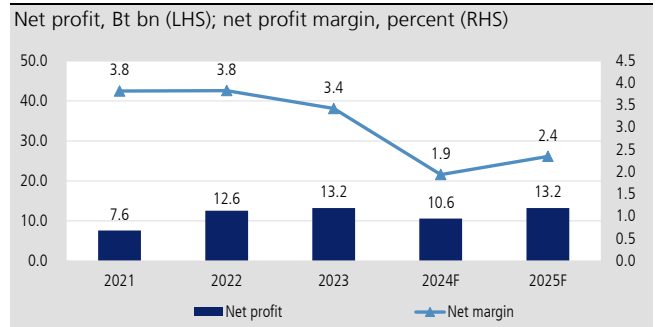
Source: KGI Securities Research

Figure 4: Revenue



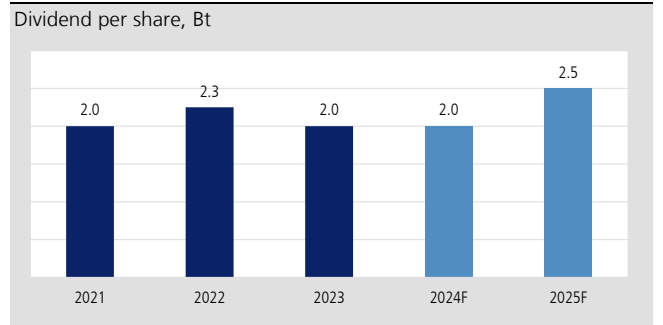
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Net profit



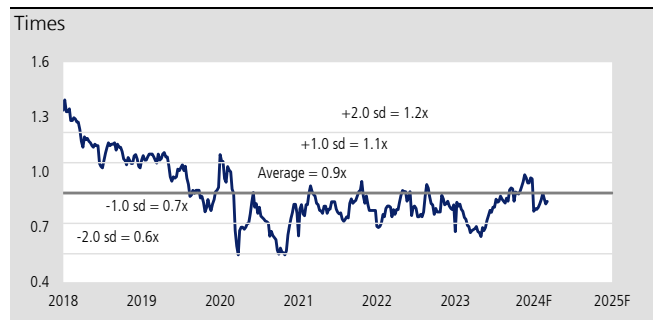
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Dividend



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Company trading PB



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	41,230	43,775	47,649	66,762	69,055	83,796	76,951	98,215	80,380	68,023	94,346	143,104
Cost of Goods Sold	(36,627)	(40,032)	(41,746)	(57,855)	(57,148)	(65,674)	(67,743)	(92,372)	(72,149)	(63,029)	(82,110)	(135,490)
Gross Profit	4,603	3,744	5,903	8,907	11,908	18,123	9,208	5,842	8,231	4,994	12,236	7,614
Operating Expenses	(1,443)	(1,628)	(1,652)	(2,429)	(1,669)	(2,074)	(2,109)	(3,351)	(1,860)	(2,100)	(2,895)	(4,262)
Other incomes	142	176	777	185	350	477	455	572	627	718	584	851
Operating Profit	3,301	2,291	5,027	6,662	10,588	16,526	7,554	3,063	6,998	3,612	9,925	4,202
Depreciation of fixed assets	1,671	1,719	2,400	2,285	2,267	2,474	2,422	2,840	2,804	2,669	4,138	4,760
Operating EBITDA	4,972	4,010	7,427	8,948	12,855	19,000	9,976	5,904	9,802	6,281	14,062	8,962
Non-Operating Income	0	0	0	133	0	0	1,460	1,146	1,225	210	0	1,266
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	133	0	0	1,460	1,146	1,225	210	0	1,266
Non-Operating Expenses	(893)	(720)	(1,525)	(809)	(2,155)	(7,464)	(1,093)	(1,005)	(1,032)	(1,000)	(1,730)	(1,634)
Interest Expenses	(464)	(518)	(748)	(809)	(836)	(1,043)	(1,093)	(1,005)	(1,032)	(1,000)	(1,315)	(1,634)
Other Non-op Expenses	(429)	(202)	(777)	0	(1,320)	(6,422)	0	0	0	0	(415)	0
Net Investment Income/(Loss)	194	512	177	159	148	(6)	42	5	29	(40)	211	139
Pre-tax Profit	2,602	2,083	3,679	6,146	8,580	9,055	7,963	3,208	7,221	2,782	8,406	3,974
Current Taxation	(408)	(195)	(1,904)	(1,756)	(5,347)	(3,033)	(3,062)	(1,410)	(3,689)	(1,406)	(2,478)	(1,193)
Minorities	358	309	742	811	1,147	213	437	780	629	251	184	(2,388)
Extraordinary items	447	186	787	(1,822)	2,271	(533)	(1,994)	(546)	(162)	(667)	5,267	(6,146)
Net Profit	2,284	1,765	1,820	1,756	4,356	5,276	2,470	473	2,741	458	11,011	(977)
EPS (Bt)	1.66	1.28	1.32	1.27	3.16	3.83	1.79	0.34	1.99	0.33	8.00	(0.71)
Margins												
Gross profit margin	11.2	8.6	12.4	13.3	17.2	21.6	12.0	5.9	10.2	7.3	13.0	5.3
Operating EBIT margin	8.0	5.2	10.6	10.0	15.3	19.7	9.8	3.1	8.7	5.3	10.5	2.9
Operating EBITDA margin	12.1	9.2	15.6	13.4	18.6	22.7	13.0	6.0	12.2	9.2	14.9	6.3
Net profit margin	5.5	4.0	3.8	2.6	6.3	6.3	3.2	0.5	3.4	0.7	11.7	(0.7)
Growth												
Revenue growth	(4.3)	64.6	41.6	101.5	67.5	91.4	61.5	47.1	16.4	(18.8)	22.6	45.7
Operating EBIT growth	N.A.	N.A.	356.6	1,904.4	220.7	621.3	50.3	(54.0)	(33.9)	(78.1)	31.4	37.2
Operating EBITDA growth	N.A.	424.7	171.9	293.5	158.6	373.8	34.3	(34.0)	(23.8)	(66.9)	41.0	51.8
Net profit growth	N.A.	N.A.	N.A.	598.3	90.8	199.0	35.7	(73.1)	(37.1)	(91.3)	345.8	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Assets	201,785	242,344	340,429	346,356	358,801
Current Assets	69,372	111,349	121,881	137,562	148,410
Cash & ST Investments	32,829	47,169	36,795	41,860	50,205
Inventories	18,497	29,533	47,840	54,835	56,562
Accounts Receivable	9,258	12,979	23,292	26,914	27,689
Others	8,788	21,669	13,954	13,954	13,954
Non-current Assets	132,413	130,995	218,548	208,794	210,391
LT Investments	18,744	7,136	33,406	34,656	35,906
Net fixed Assets	69,233	73,018	119,374	110,494	112,860
Others	44,436	50,841	65,768	63,643	61,625
Total Liabilities	132,226	158,966	240,397	236,170	236,541
Current Liabilities	34,105	47,852	87,879	89,386	90,466
Accounts Payable	9,779	17,912	23,464	34,272	35,351
ST Borrowings	11,958	12,114	29,380	20,079	20,079
Others	12,369	17,827	35,035	35,035	35,035
Long-term Liabilities	98,121	111,114	152,518	146,783	146,076
Long-term Debts	77,305	80,908	111,103	105,369	104,661
Others	20,815	30,207	41,415	41,415	41,415
Shareholders' Equity	69,559	83,378	100,032	110,187	122,260
Common Stock	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Capital Surplus	29,378	33,990	39,976	42,283	44,589
Retained Earnings	28,863	38,071	48,738	56,586	66,353
Perpetual Bond	9,941	9,941	9,941	9,941	9,941

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	46.1	64.5	17.6	41.4	2.9
OP	N.A.	106.9	(33.9)	36.8	(2.8)
EBITDA	500.7	90.6	(20.8)	22.5	0.3
NP	N.A.	64.9	5.2	(19.9)	24.6
EPS	N.A.	64.9	5.2	(19.9)	24.6
Profitability (%)					
Gross Margin	11.6	13.7	8.6	8.3	8.1
Operating Margin	9.2	11.6	6.5	6.3	5.9
EBITDA Margin	12.1	14.0	9.4	8.2	8.0
Net Profit Margin	3.8	3.8	3.4	1.9	2.4
ROAA	4.4	5.7	4.5	3.1	3.7
ROAE	11.9	16.4	14.4	10.1	11.4
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	166.4	140.2	167.0	135.1	119.9
Net Debt/Equity (%)	111.3	76.0	126.1	93.3	75.2
Interest Coverage (x)	5.7	7.4	5.4	5.0	5.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.0	1.8	0.8	1.2	1.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	6.7	4.9	9.1	4.0	4.4
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	1.2	1.2	1.3	0.9	1.0
Current Ratio (x)	2.0	2.3	1.4	1.5	1.6
Quick Ratio (x)	1.5	1.7	0.8	0.9	1.0
Net Debt (Bt mn)	66,374	55,793	113,629	93,529	84,476
Per Share Data (Bt)					
EPS	5.5	9.1	9.6	7.7	9.6
CFPS	12.3	14.1	33.0	17.6	19.2
BVPS	31.6	38.3	45.2	50.9	57.9
SPS	--	--	--	--	--
EBITDA/Share	17.5	33.3	26.4	32.3	32.4
DPS	2.0	2.3	2.0	2.0	2.5
Activity					
Asset Turnover (x)	1.1	1.5	1.3	1.6	1.6
Days Receivables	16.9	14.4	22.0	18.0	18.0
Days Inventory	38.3	38.1	49.5	40.0	40.0
Days Payable	5.5	6.3	6.7	6.8	6.8
Cash Cycle	49.7	46.2	64.9	51.2	51.2

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Revenue	199,417	328,017	385,853	545,748	561,468
Cost of Goods Sold	(176,261)	(282,936)	(352,778)	(500,369)	(516,129)
Gross Profit	23,156	45,081	33,075	45,379	45,339
Operating Expenses	(7,153)	(9,204)	(11,117)	(14,891)	(15,788)
Other incomes	1,279	1,854	2,779	2,432	2,505
Operating Profit	17,282	37,731	24,737	32,920	32,057
Depreciation of fixed assets	8,075	10,004	14,370	14,006	15,090
Operating EBITDA	25,357	47,735	39,107	46,926	47,147
Non-Operating Income	0	0	2,287	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	2,287	0	0
Non-Operating Expenses	(3,813)	(9,113)	(4,980)	(6,074)	(6,002)
Interest Expenses	(2,540)	(3,977)	(4,980)	(6,074)	(6,002)
Other Non-op Expenses	(1,274)	(5,136)	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	1,042	188	340	1,397	1,312
Pre-tax Profit	14,511	28,807	22,383	28,243	27,367
Current Taxation	(4,263)	(12,852)	(8,766)	(13,840)	(10,598)
Minorities	2,221	2,577	(1,325)	3,801	3,560
Extraordinary items	(403)	(802)	(1,708)	0	0
Net Profit	7,624	12,575	13,233	10,602	13,209
EPS (Bt)	5.54	9.13	9.61	7.70	9.59

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Operating Cash Flow	16,980	19,443	45,504	24,265	26,368
Net Profit	7,624	12,575	13,233	10,602	13,209
Depreciation & Amortization	8,075	10,004	14,370	14,006	15,090
Change in Working Capital	(6,002)	(6,624)	(23,068)	191	(1,423)
Others	7,283	3,488	40,968	(534)	(508)
Investment Cash Flow	(5,840)	(962)	(72,900)	(4,252)	(16,687)
Net CAPEX	(7,972)	(7,526)	(11,503)	(5,126)	(17,456)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	2,132	6,564	(61,397)	874	768
Free Cash Flow	9,008	11,916	34,001	19,138	8,913
Financing Cash Flow	(770)	(4,570)	18,218	(14,948)	(1,336)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	17,280	715	47,029	(14,501)	(200)
Change in Other LT Liab.	(18,050)	(5,285)	(28,811)	(447)	(1,136)
Net Cash Flow	10,371	13,910	(9,178)	5,065	8,345

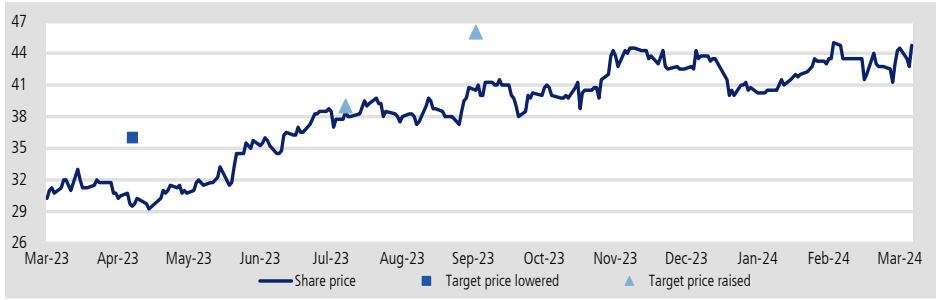
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
2021	84.3%	4.0%	3.6%	8.0%
2022	83.2%	3.0%	2.8%	10.9%
2023	87.7%	3.7%	2.9%	5.7%
2024F	89.1%	2.6%	2.7%	5.6%
2025F	89.2%	2.7%	2.8%	5.3%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
2021	0.18	0.35	0.22	1.34
2022	0.19	0.22	0.15	1.75
2023	0.09	0.31	0.17	1.76
2024F	0.09	0.20	0.12	2.45
2025F	0.10	0.20	0.11	2.42
Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2021	8.0%	1.3	64.1	6.9
2022	10.9%	1.8	49.5	9.5
2023	5.7%	1.8	60.2	6.0
2024F	5.6%	2.5	43.4	5.9
2025F	5.3%	2.4	55.5	7.1

Source: KGI Securities Research

Bangchak Corporation - Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Company's ESG details

Environment

- BCP gives the highest priorities to safety and the environment in every work process and activity. The company continually assesses and mitigates potential risks related to oil and chemical spills including marine transportation of crude oil using large tankers and smaller ships, in refining processes, transportation to the oil terminals in Samut Sakorn and Surat Thani as well as transportation to customers to prevent any events that may cause negative impacts to the environment and safety as well as Bangchak's ability to effectively contain and manage spills.
- In addition to maintaining and monitoring air quality in work areas inside and outside the refinery, BCP also monitors indoor air quality at its offices in accordance with the recommended standards of Singapore Standard SS 554: 2009 since 2017. The company implemented air quality measurement parameters as follows: temperature, relative humidity, wind speed, carbon dioxide, carbon monoxide, particulate matter PM 10 and PM 2.5, all volatile organic compounds (VOCs), and formaldehyde. In addition, there are measurements of airborne total bacteria count and airborne total fungi count. Results showed that no measurements exceeded the standard between 2018 and 2021. Since Thailand has been facing a problem with PM 2.5, the company has measured the PM 2.5 count in buildings and workplaces. Alerting employees through internal communications is routine. The company also distributes N95 masks to employees and nearby residents when it is reported that the level of PM 2.5 outside the building exceeds the standard and is harmful to health (Refer to: Situation Report and Air Quality Thailand).

Social

- BCP has upgraded its internal knowledge management system (BCP-KMS) which is the center of sharing knowledge, work experience, lessons learned and tips or tricks for employees, so that the company can store important knowledge which is consistent with the long-term strategy and necessary for the current business operation.
- BCP emphasizes the collaboration of staff, changing the way of work and enhancing efficiency. Also, innovations and new business creations were highlighted to prepare the organization for a disruptive environment. The company has managed to reskill employees from across functions (such as engineers, analysts, chemists, and quality management staff) to be able to handle sales work, understanding the business operation to support the New Normal and company's policy and culture of I AM BCP.
- Bangchak Dee Tor Jai: The project is to support locally owned shops in communities. The company supported locally owned shops in communities surrounding the refinery during the COVID-19 outbreaks by ordering food and snacks as well as supporting products and handicrafts from the community to be used in the company's various activities.
- Bangchak Cares for the Community: The project is to reduce dust. BCP partnered with Phra Khanong District Office to help alleviate PM2.5 health problems in the community. BCP gave away 20,000 N95 masks to residents in the communities, schools and government agencies surrounding the refinery.

Governance

- BCP maintains annual "Excellent" CG scoring From Thai Institute of Directors Association (IOD).

Climate Management (Being the subset of Environment)

- BCP manages GHG emission by using clean energy and fuel in production process, increasing energy efficiency, and expanding renewable and clean energy investment programs. In 2021, total GHG emission was 839,910.54 tons of carbon dioxide equivalent, resulting from GHG emission scope 1 at 821,960.67 tons of carbon dioxide equivalent and GHG emission scope 2 at 17,949.87 tons of carbon dioxide equivalent. (Gross location-based scope 2 GHG emissions: 11,609.19 tons of carbon dioxide equivalent and Gross market -based 2 GHG emission: 1,408 tons of carbon dioxide equivalent).

Source: Company data, KGI Securities Research

SET ESG Ratings

Stock	Company name	SET ESG Ratings	Stock	Company name	SET ESG Ratings
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	AAA	KTC	KRUNGTHAI CARD	AAA
AMATA	AMATA CORPORATION	AAA	LH	LAND AND HOUSES	A
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	A	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	AA
AP	AP (THAILAND)	AA	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	A
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	AA	MINT	MINOR INTERNATIONAL	AA
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMEN	AA	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	A
BANPU	BANPU	AAA	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	AAA
BBGI	BBGI	AA	ORI	ORIGIN PROPERTY	AA
BBL	BANGKOK BANK	AA	OSP	OSOTSPA	AA
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	AA	PLANB	PLAN B MEDIA	AA
BCP	BANGCHAK CORPORATION	AAA	PSH	PRUKSA HOLDING	BBB
BCPG	BCPG	AA	PTT	PTT	AAA
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	AA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	AAA
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	AA	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	AAA
BGRIM	B.GRIMM POWER	AAA	RATCH	RATCH GROUP	AA
BPP	BANPU POWER	AAA	RBF	R&B FOOD SUPPLY	BBB
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	AA	SAK	SAKSIAM LEASING	A
CBG	CARABAO GROUP	A	SAPPE	SAPPE	BBB
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	A	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY	AA
CK	CH. KARNCHANG	A	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	BBB
CKP	CK POWER	AAA	SCB	SCB X	AA
COM7	COM7	A	SCC	THE SIAM CEMENT	AAA
CPALL	CP ALL	AAA	SCCC	SIAM CITY CEMENT	AA
CPAXT	CP AXTRA	AAA	SCGP	SCG PACKAGING	AAA
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	AAA	SHR	S HOTELS AND RESORTS	A
CPN	CENTRAL PATTANA	AA	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY	A
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	AA	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER	AA
ERW	THE ERAWAN GROUP	A	SNC	SNC FORMER	A
GFPT	GFPT	BBB	SPALI	SUPALAI	AA
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	AA	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION	A
GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	AA	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)	AAA
GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	AA	TCAP	THANACHART CAPITAL	A
HANA	HANA MICROELECTRONICS	AA	TFG	THAIFOODS GROUP	A
HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	A	THCOM	THAICOM	AAA
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	AA	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP	AAA
INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	AA	TOP	THAI OIL	AAA
IRPC	IRPC	AA	TTB	TMBTHANACHART BANK	AA
IVL	INDORAMA VENTURES	AA	UBE	UBON BIO ETHANOL	A
KBANK	KASIKORNBANK	AAA	VGI	VGI	AA
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	BBB	WHA	WHA CORPORATION	AAA
KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	BBB	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER	AAA
KTB	KRUNG THAI BANK	AAA	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP	AA

Source: www.setsustainability.com

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFCO	SEAFAC
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B.GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIVA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 • Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.