

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.00

(From: Bt11.50)

Upside : 18.8%

19 MARCH 2024

Small Cap Research

## Bangchak Sriracha Pcl (BSRC TB)

## เป็นโรงกลั่นมีเสถียรภาพมากขึ้น

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BSRC โดยมีราคาเป้าหมายสูงขึ้นที่ 12.00 บาท เรา มองว่า BSRC เป็นบริษัทโรงกลั่นที่มีความผันผวนน้อย โดยได้แรงหนุน จากอัตราการการกลั่นที่เพิ่มขึ้นและประโยชน์จากการผนึกกำลังกับ BCP นอกจากนี้ยังเป็นโรงกลั่นที่มี ROE สูงสุดที่ 16.5% ในปี 2024F และ เพิ่มขึ้นเป็น 17% ในปี 2025F



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

มีความผันผวนน้อย ด้วยมีความสามารถในการทำกำไรสูง เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BSRC ราคาเป้าหมายสูงขึ้น (ปีฐาน 2024F) เป็น 12.00 บาท (จาก 11.50 บาท) 1) เราคาดว่า BSRC มีความเสี่ยงด้านการ เติบโตของกำไรที่น้อยกว่าบริษัทโรงกลั่นอื่น โดยได้แรงหนุนจากการใช้ กำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้น และประโยชน์จากการผนึกกำลังกัน (synergy) กับ บริษัทแม่รายใหม่อย่างบมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP “ซื้อ”) 2) BSRC เป็นผู้นำที่มีความสามารถในการทำกำไรมากที่สุดในกลุ่มฯ นี้ ด้วย มี ROE ที่ 16.5% ในปี 2024F เพิ่มขึ้นเป็น 17% ในปี 2025F หลังจาก ตระหนักถึงประโยชน์จาก synergy อย่างเต็มรูปแบบ 3) เนื่องจาก ประโยชน์จาก synergy, BSRC จึงเป็นโรงกลั่นที่มี EPS เติบโตแข็งแกร่ง ที่สุดที่ 93.5/14.4% ในปี 2024-25F แม้เราคาดว่า GRM จะลดลงก็ตาม เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 3-12% ในปี 2024-26F สะท้อนอัตรา การใช้กำลังการกลั่นที่สูงกว่าคาด และ 4) เราคาดว่า BSRC เป็นโรงกลั่นที่ ไม่แพงที่ 7.1 เท่า PE และ 1.1 เท่า P/BV เทียบกับ EPS ที่เติบโต แข็งแกร่ง และ ROE ที่สูง อีกทั้งยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 5/6% ในปี 2024-25F อีกด้วย

## อัตราการใช้กำลังการกลั่นสูงเป็นประวัติการณ์

ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่น (crude run) ของ BSRC เพิ่มขึ้นเป็นราว 150 แสนบาร์เรลต่อวัน หรืออัตราการใช้กำลังการกลั่นที่ 86% ในเดือน มกราคม ซึ่งถือเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์เมื่อเทียบกับ 68% ในปี 2023 และค่าเฉลี่ย 10 ปีก่อนรวมกิจการที่ 74% หลังจาก BCP เข้าซื้อ หุ้น 76% ในปี 2023 BSRC ก็สามารถขายผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปให้กับ สถานีบริการน้ำมันของ BCP ได้มากขึ้น เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการ กลั่นของโรงกลั่นของ BSRC อยู่ที่ 90/92/95% ในปี 2024-26F

## รายได้สถานีบริการน้ำมันเพิ่มขึ้น

BSRC ได้รีแบรนด์สถานีบริการน้ำมันเป็นแบรนด์บางจากไปแล้ว 32% ของทั้งหมด โดยตั้งเป้ารีแบรนด์ส่วนที่เหลือภายในปีนี้ จนถึงตอนนี้สถานี บริการที่เปลี่ยนชื่อใหม่โดยเฉลี่ยมีปริมาณการขายทั้งผลิตภัณฑ์และบริการ ที่เป็นน้ำมันและไม่ใช่้ำมันที่ดีขึ้น เราคาดว่าปริมาณการขายที่สถานี บริการน้ำมันจะเติบโต 10/5/3% ในปี 2024-26F

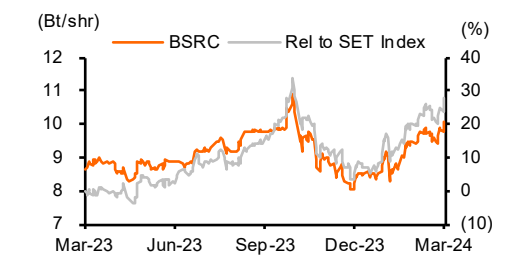
## หน่วย PX สามารถกลับมาเริ่มดำเนินการ

BSRC ได้ปิดโรง PX ขนาด 500 แสนตัน ตั้งช่วง 2H21 เนื่องจาก อุปทาน PX ที่ล้นตลาด ในปี 2021-2023 PX-over-ULG95 spread อยู่ที่ ระดับต่ำที่ US\$44-228/tonne วัฏจักรขาขึ้นครั้งล่าสุดในช่วงปี 2018 สเปรดเฉลี่ยอยู่ที่ US\$388/tonne ในปีนี้ เราคาดว่า PX spread จะฟื้นตัว เนื่องจากคาดว่าจะมีอุปทานใหม่ที่ต่ำลงมากที่ 1.1 ล้านตัน เทียบกับ 6.3 ล้านตัน ในปี 2023 ผู้บริหารคาดว่าบริษัทฯ จะกลับมาเริ่มโรง PX ได้ใหม่ หากตลาดเอื้ออำนวยมากขึ้นด้วยมีเสถียรภาพมากขึ้น โรง PX จะใช้เวลา หกเดือนในการกลับมาดำเนินการอีกครั้ง

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	229,538	165,990	165,990	165,990
Net profit	2,142	4,648	5,317	5,976
Consensus NP	—	5,018	6,155	6,931
Diff frm cons (%)	—	(7.4)	(13.6)	(13.8)
Norm profit	2,529	4,895	5,597	5,976
Prev. Norm profit	—	4,359	5,418	5,561
Chg frm prev (%)	—	12.3	3.3	7.5
Norm EPS (Bt)	0.7	1.4	1.6	1.7
Norm EPS grw (%)	(77.0)	93.5	14.4	6.8
Norm PE (x)	13.8	7.1	6.2	5.8
EV/EBITDA (x)	10.8	5.4	4.5	3.8
P/BV (x)	1.3	1.1	1.0	0.9
Div yield (%)	2.5	5.3	6.1	6.8
ROE (%)	9.2	16.5	17.0	16.4
Net D/E (%)	97.7	37.9	25.5	9.4

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Mar-24 (Bt)	10.10
Market Cap (US\$ m)	969.1
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	34.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.5
12M Price H/L (Bt)	10.90/8.05
Sector	Energy
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 76.34%

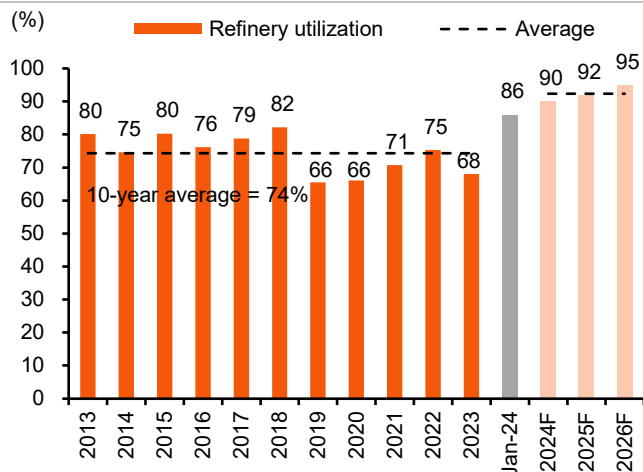
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P7

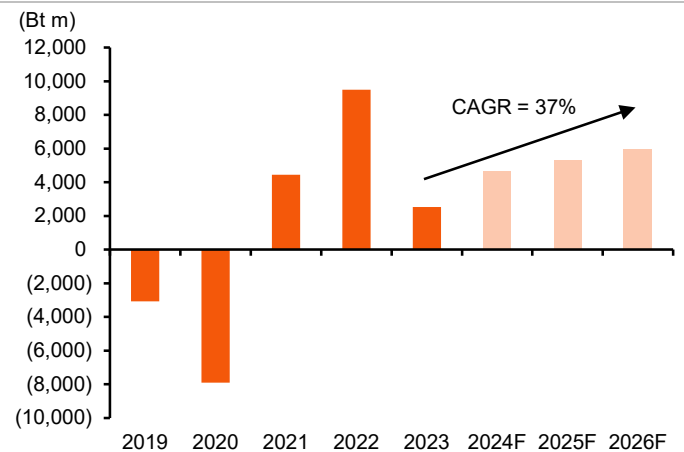
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: Refinery Utilization Reached New High In Jan 24**

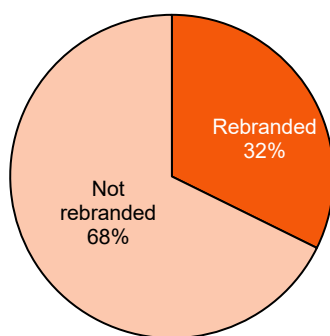
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 2: We Expect Strong Profit Growth In 2024F**

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 3: BSRC Targets To Rebrand All Of Its Petrol Stations**

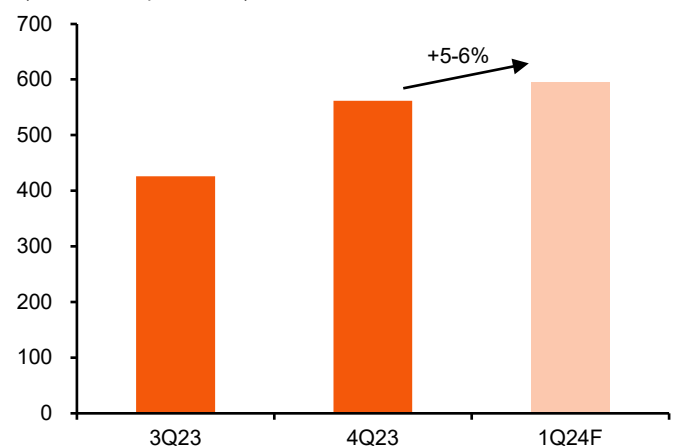
830 stations (as of 4Q23)



Source: Company data

**Ex 4: We Expect Higher Volume Growth In 1Q24F**

(Million liters per month)



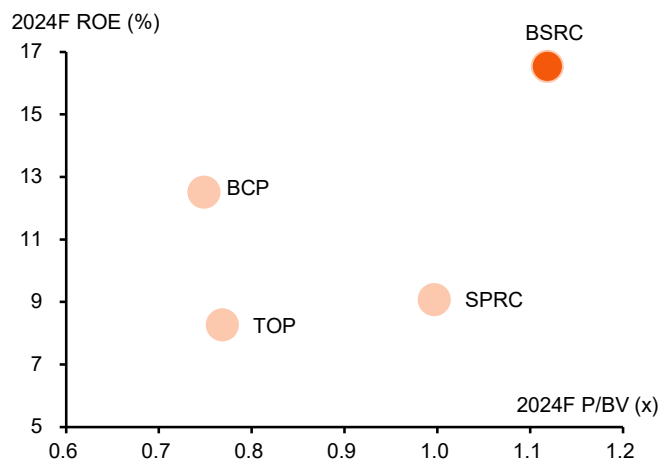
Source: Company data

## Ex 5: Earning Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Refinery utilization (%)</b>								
New	66	66	71	75	68	90	92	95
Old						85	90	95
Change (%)						5.9	2.2	0.0
<b>Reported profit (Bt m)</b>								
New	(3,066)	(7,911)	4,443	9,508	2,142	4,648	5,317	5,976
Old						4,050	5,144	5,561
Change (%)						14.8	3.4	7.5
<b>Core profit (Bt m)</b>								
New	(3,066)	(7,911)	(1,284)	11,007	2,529	4,895	5,597	5,976
Old						4,359	5,418	5,561
Change (%)						12.3	3.3	7.5

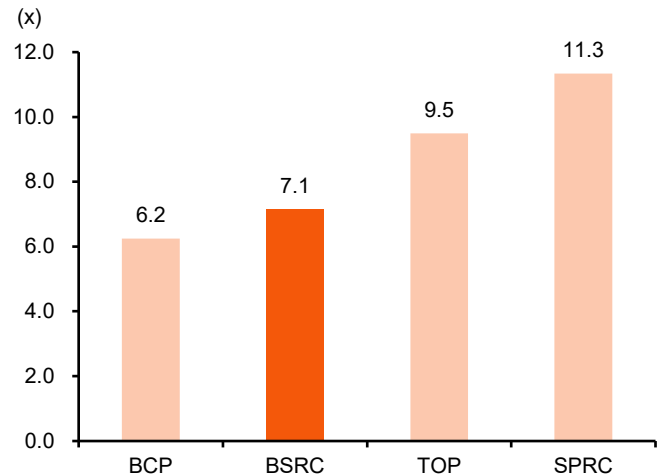
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 6: ESSO Now Offers The Highest ROE In The Sector



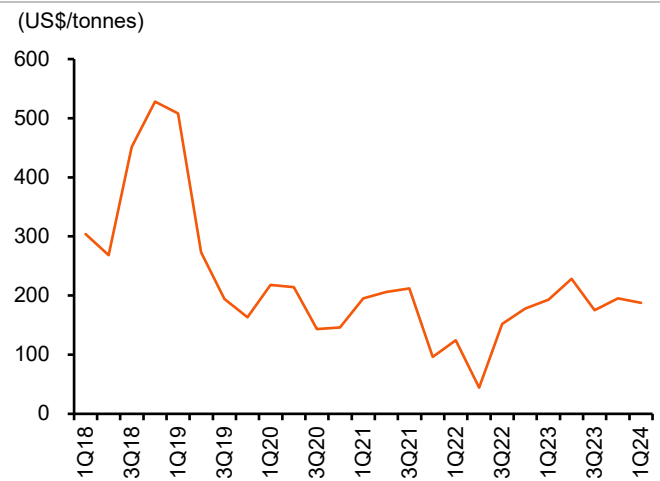
Sources: Thanachart estimates

## Ex 7: 2024F PE Is One Of The Lowest



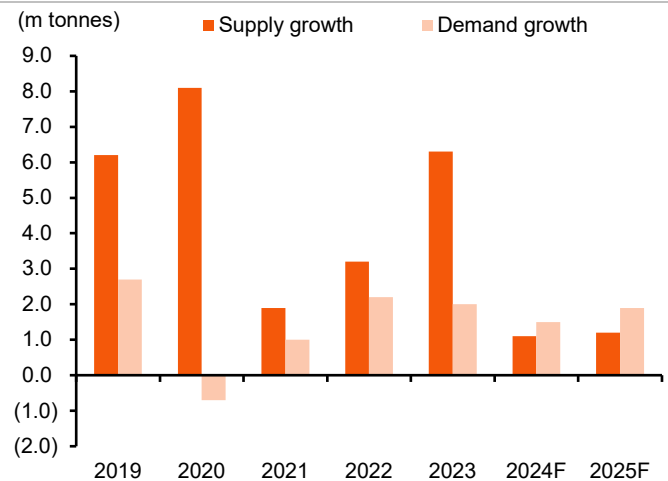
Sources: Thanachart estimates

## Ex 8: PX-ULG95



Source: Company data

## Ex 9: Global PX Demand Vs. Supply Growth



Source: Company data

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA + dividend	8,681	9,680	10,132	8,585	7,346	7,198	6,442	5,686	4,931	4,997	5,077	5,152	
Free cash flow	12,055	6,581	6,869	5,532	4,076	4,541	3,919	3,334	2,752	2,870	2,952	2,929	40,560
PV of free cash flow	11,116	5,548	5,318	3,932	2,660	2,720	2,156	1,629	1,229	1,172	1,102	1,000	13,847
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	53,427												
Net debt (2024F)	11,854												
Minority interest	7												
Equity value	41,566												
# of shares (m)	3,461												
Equity value/share (Bt)	12.0												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)	24F (%)	25F (%)
PetroChina	857 HK	China	2.1	(1.5)	7.0	7.1	0.7	0.7	4.0	4.0	6.7	6.3	10.8	9.9
Sinopec	386 HK	China	8.8	2.9	7.4	7.2	0.6	0.6	5.0	4.9	8.3	8.5	9.0	8.8
Average			5.5	0.7	7.2	7.1	0.7	0.7	4.5	4.5	7.5	7.4	9.9	9.3
SK Innovation	096770	S.Korea	100.0	71.5	10.2	5.9	0.5	0.5	6.8	5.1	2.3	2.1	5.4	8.4
S-Oil	010950	S.Korea	37.5	2.5	6.7	6.6	0.9	0.8	4.7	4.6	3.5	3.9	14.3	13.3
Average			68.7	37.0	8.5	6.3	0.7	0.7	5.8	4.8	2.9	3.0	9.8	10.8
Reliance Industries	RIL IB	India	3.3	16.9	na	na	na	na	13.6	12.1	na	na	8.9	9.5
Indian Oil	IOCL IB	India	na	(41.6)	5.0	8.5	1.3	1.1	4.3	6.4	8.7	4.9	28.7	14.6
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	na	(50.2)	4.5	9.1	1.6	1.5	3.7	6.5	9.1	4.3	42.4	17.0
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	na	(35.9)	4.0	6.2	1.4	1.2	4.7	6.7	7.3	4.9	42.3	22.3
Average			3.3	(27.7)	4.5	7.9	1.4	1.3	6.6	7.9	8.4	4.7	30.6	15.9
Marathon Petroleum	MPC US	USA	(28.1)	(6.7)	12.3	13.2	2.9	2.8	7.1	7.7	1.7	1.9	21.0	20.0
Valero	VLO US	USA	(33.1)	(16.8)	10.3	12.4	2.0	1.9	6.3	7.3	2.6	2.7	17.1	14.3
Phillips 66	PSX US	USA	(8.6)	4.1	11.3	10.9	2.1	1.9	7.8	8.0	2.8	2.9	18.7	18.0
PBF Energy'	PBF US	USA	(42.3)	(28.8)	8.2	11.5	1.0	0.9	3.6	4.5	1.8	1.9	11.7	8.2
Delek	DK US	USA	(64.6)	(51.5)	29.2	60.1	2.2	2.3	4.7	5.1	3.3	3.3	7.9	5.8
Average			(35.3)	(19.9)	14.3	21.6	2.0	2.0	5.9	6.5	2.4	2.5	15.3	13.3
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(2.8)	11.7	6.2	5.6	0.7	0.7	4.5	4.1	3.8	4.3	12.5	12.8
Bangchak Sriracha *	BSRC TB *	Thailand	93.5	14.4	7.1	6.2	1.1	1.0	5.4	4.5	5.3	6.1	16.5	17.0
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	438.1	(3.3)	11.3	11.7	1.0	0.9	6.5	6.1	2.3	2.3	9.1	8.3
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(49.0)	50.8	9.5	6.3	0.8	0.7	9.4	7.6	3.5	5.4	8.3	11.7
Average			120.0	18.4	8.6	7.5	0.9	0.8	6.5	5.6	3.7	4.5	11.6	12.4
Total Average			32.4	1.7	8.6	10.1	1.2	1.1	5.8	5.9	5.0	4.4	15.4	12.3

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates  
Based on 19 March 2024 closing prices

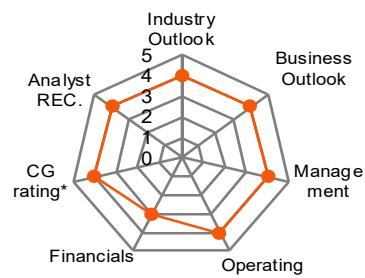
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัท ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ขนาดใช้น้ำมันดิบวันละ 177,000 บาร์เรล และ Nelson Complexity index ที่ 6.6 กำลังการผลิตของ BSRC คิดเป็น 13% ของกำลังการผลิตของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค่าปลีกราว 15% นอกจากนี้ BSRC ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัท เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ถือหุ้น 76%) บริษัทแม่ใหม่ บริษัท คาดว่าจะเปลี่ยนโฉมสถานะบริการทั้งหมดเป็นปริมบางจากภายในสิ้นปี 2024

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ประโยชน์จากการผนึกกำลังหลังการเข้าซื้อของ BCP

## O — Opportunity

- เครือข่ายค้าปลีกและโรงกลั่นยังคงใช้ประโยชน์น้อยเกินไป เราคาดว่าจะมีการเพิ่มประสิทธิภาพมากขึ้นภายหลังการเข้าซื้อกิจการของ BCP ในปี 2023

## W — Weakness

- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายกว่าราคาขายส่ง ผ่านทางการควบคุมค่าการตลาด
- การเป็นโรงกลั่นที่ซับซ้อนน้อยกว่าจะทำให้บริษัทมีโครงสร้างต้นทุนที่สูงขึ้นและมีการแข่งขันน้อยลง

## T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ภัยคุกคามจากสิ่งทดแทน เช่น ยานพาหนะไฟฟ้า อาจลดความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมัน

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.92	12.00	1%
Net profit 24F (Bt m)	5,018	4,648	-7%
Net profit 25F (Bt m)	6,155	5,317	-14%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 1	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น และเรารวมขาดทุนจากสต็อกในปี 2024F
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับตลาด ซึ่งเราคาดว่าเป็นเพราะเรารวม synergy จากการเข้าซื้อกิจการในประมาณการ

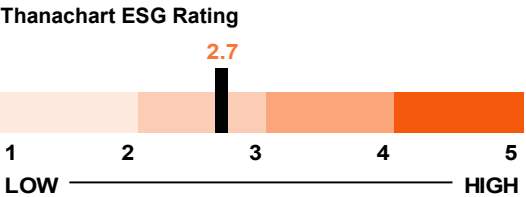
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ BSRC และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นบริษัทโรงกลั่นน้ำมันขนาดใหญ่ของประเทศไทยที่มีกำลังการผลิต 174k b/d เราให้คะแนน ESG สำหรับ BSRC ที่ 2.7 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ เรามองว่ากลยุทธ์พลังงานสีเขียวของ BSRC ยังคงล้ำหลังคู่แข่ง เราไม่เชื่อว่า BSRC มีความตั้งใจแน่วแน่ในการลงทุนใหม่ที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากในประเทศไทย



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BSRC	-	-	-	B	52.03	44.01	20.00	-	4.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>BSRC เป็นโรงกลั่นไทยที่มีระดับความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอนต่ำที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ ที่ 161 kg./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 280 kg./BOE อย่างไรก็ตาม เรายังคงให้คะแนน ESG ต่ำสุดที่ 2.7 เนื่องจากล้ำหลังกว่าคู่แข่งในการกำหนดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนต่อประเด็น ESG</li><li>BSRC ปล่อย CO2 เทียบเท่า 1.07 ล้านตันในปี 2022 ซึ่งเป็นการปล่อยคาร์บอนเพิ่มขึ้น 5% จากระดับปี 2021 เราเชื่อว่ามีความเสี่ยงจากการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ได้ลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงประมาณ 1.2% เมื่อเทียบกับปี 2021</li><li>BSRC ไม่มีเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมในการลดการปล่อยคาร์บอน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ได้สนับสนุนเป้าหมายของบริษัทแม่ ExxonMobil ในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 เราเชื่อว่าจุดที่บริษัทฯ ให้ความสำคัญคือการเพิ่มประสิทธิภาพพลังงานสำหรับการดำเนินงานที่มีอยู่ และไม่น่าจะลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมขนาดใหญ่เว้นแต่ไทยจะมีนโยบายเกี่ยวกับการกำหนดราคาคาร์บอนที่ชัดเจนขึ้น</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขภาพและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>BSRC มีมาตรฐานด้านความปลอดภัยในการปฏิบัติงานที่สูง และบรรลุเป้าหมายด้านความปลอดภัยหลายประการในปี 2021 และในปี 2021 ไม่มีเหตุการณ์การบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน และไม่มีรายงานการรั่วไหลในปี 2021 ทั้งโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์ไม่มีรายงานการรั่วไหลใดๆ เป็นเวลา 15 ปี ในขณะที่ไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานเป็นเวลา 11 ปี สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา</li><li>ในปี 2022 BSRC ได้จัดการฝึกอบรมและพัฒนาทักษะให้กับพนักงาน ด้วยหลักสูตรการฝึกอบรมระดับโลกที่ได้รับการพิสูจน์แล้ว ในปี 2022 จำนวนชั่วโมงการฝึกอบรมต่อพนักงานเพิ่มขึ้น 100% จากปี 2021</li><li>BSRC ได้รับรางวัลองค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่นระดับแพลทินัมจากหอการค้าอเมริกันในประเทศไทยติดต่อกันเป็นเวลา 13 ปี</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เรามองว่า BSRC มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม มีกรรมการอิสระ 6 คน จากทั้งหมด 13 คน และมีกรรมการหญิง 4 คน</li><li>ปัจจุบัน BSRC ถูกซื้อกิจการโดย BCP โรงกลั่นจดทะเบียนในประเทศ เราคาดว่า การเข้าซื้อกิจการที่อาจเกิดขึ้น synergy ร่วมกัน ซึ่งจะนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นสำหรับบริษัทฯ</li><li>เราเห็นโอกาสในการปรับปรุงในแง่ของการเปิดเผยข้อมูล เมื่อเทียบกับบริษัทคู่แข่งในกลุ่มโรงกลั่น เรามองว่า BSRC มีการเปิดเผยข้อมูลต่ำที่สุด</li><li>มีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับสูงตามลักษณะของธุรกิจที่ต้องเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ต่ำ และข้อกำหนดด้านเงินลงทุนที่จำกัดส่วนใหญ่สำหรับธุรกิจกลั่นนํ้ามันและการซ่อมบำรุงโรงกลั่น</li></ul>

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	263,000	229,538	165,990	165,990	165,990
Cost of sales	244,209	221,259	157,796	156,870	156,491
<b>Gross profit</b>	<b>18,792</b>	<b>8,279</b>	<b>8,194</b>	<b>9,120</b>	<b>9,499</b>
% gross margin	7.1%	3.6%	4.9%	5.5%	5.7%
Selling & administration expenses	5,440	5,215	2,271	2,271	2,271
<b>Operating profit</b>	<b>13,352</b>	<b>3,064</b>	<b>5,923</b>	<b>6,849</b>	<b>7,228</b>
% operating margin	5.1%	1.3%	3.6%	4.1%	4.4%
Depreciation & amortization	2,772	2,700	2,758	2,831	2,905
<b>EBITDA</b>	<b>16,123</b>	<b>5,765</b>	<b>8,681</b>	<b>9,680</b>	<b>10,132</b>
% EBITDA margin	6.1%	2.5%	5.2%	5.8%	6.1%
Non-operating income	40	289	331	365	365
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(376)	(735)	(581)	(671)	(506)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>13,016</b>	<b>2,619</b>	<b>5,673</b>	<b>6,543</b>	<b>7,087</b>
Income tax	2,320	451	1,162	1,329	1,494
<b>After-tax profit</b>	<b>10,696</b>	<b>2,168</b>	<b>4,511</b>	<b>5,214</b>	<b>5,593</b>
% net margin	4.1%	0.9%	2.7%	3.1%	3.4%
Shares in affiliates' Earnings	312	361	384	384	384
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(1,499)	(387)	(247)	(280)	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>9,508</b>	<b>2,142</b>	<b>4,648</b>	<b>5,317</b>	<b>5,976</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>11,007</b>	<b>2,529</b>	<b>4,895</b>	<b>5,597</b>	<b>5,976</b>
EPS (Bt)	2.7	0.6	1.3	1.5	1.7
Normalized EPS (Bt)	3.2	0.7	1.4	1.6	1.7

We expect strong profit growth in 2024F

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	51,922	35,876	28,057	27,980	27,949
Cash & cash equivalent	586	976	3,000	3,000	3,000
Account receivables	8,430	9,548	6,904	6,904	6,904
Inventories	23,893	18,182	12,967	12,891	12,859
Others	19,013	7,171	5,186	5,186	5,186
Investments & loans	2,871	2,835	2,835	2,835	2,835
Net fixed assets	22,982	22,888	22,129	21,298	20,393
Other assets	7,766	9,022	7,475	7,475	7,475
<b>Total assets</b>	<b>85,541</b>	<b>70,621</b>	<b>60,496</b>	<b>59,589</b>	<b>58,653</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	49,624	22,618	16,219	13,650	11,830
Account payables	5,872	5,262	3,753	3,731	3,722
Bank overdraft & ST loans	26,436	8,234	4,320	3,434	1,922
Current LT debt	5,334	4,641	2,435	1,935	1,083
Others current liabilities	11,983	4,481	5,711	4,550	5,103
<b>Total LT debt</b>	<b>4,166</b>	<b>15,433</b>	<b>8,098</b>	<b>6,436</b>	<b>3,602</b>
Others LT liabilities	4,547	4,607	4,930	4,930	4,930
<b>Total liabilities</b>	<b>58,337</b>	<b>42,658</b>	<b>29,247</b>	<b>25,016</b>	<b>20,362</b>
Minority interest	7	7	7	7	7
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Share premium	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	691	315	315	315	315
<b>Retained earnings</b>	<b>5,399</b>	<b>6,534</b>	<b>9,819</b>	<b>13,144</b>	<b>16,861</b>
Shareholders' equity	27,197	27,956	31,241	34,566	38,283
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>85,541</b>	<b>70,621</b>	<b>60,496</b>	<b>59,589</b>	<b>58,653</b>

We estimate a higher ROE from synergies with BCP

Sources: Company data, Thanachart estimates



## CASH FLOW STATEMENT

*With limited capex and a healthy refinery margin, we expect positive FCF*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	13,016	2,619	5,673	6,543	7,087
Tax paid	(2,320)	(451)	(1,162)	(1,329)	(1,494)
Depreciation & amortization	2,772	2,700	2,758	2,831	2,905
Chg In working capital	(4,611)	3,984	6,349	54	22
Chg In other CA & CL / minorities	(12,565)	4,751	3,599	(777)	937
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(3,709)</b>	<b>13,603</b>	<b>17,217</b>	<b>7,322</b>	<b>9,457</b>
Capex	(2,048)	(2,606)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Right of use	482	388	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,585	36	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,957)	(2,020)	1,623	(280)	0
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(1,939)</b>	<b>(4,203)</b>	<b>(377)</b>	<b>(2,280)</b>	<b>(2,000)</b>
Debt financing	6,945	(7,627)	(13,454)	(3,049)	(5,198)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,730)	(1,038)	(1,362)	(1,993)	(2,259)
Warrants & other surplus	217	(376)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>5,433</b>	<b>(9,041)</b>	<b>(14,816)</b>	<b>(5,042)</b>	<b>(7,457)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(5,757)</b>	<b>10,997</b>	<b>15,217</b>	<b>5,322</b>	<b>7,457</b>

## VALUATION

*We think BSRC's valuation looks attractive, at 1.1x 2024F P/BV*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	3.2	13.8	7.1	6.2	5.8
Normalized PE - at target price (x)	3.8	16.4	8.5	7.4	6.9
PE (x)	3.7	16.3	7.5	6.6	5.8
PE - at target price (x)	4.4	19.4	8.9	7.8	6.9
EV/EBITDA (x)	4.4	10.8	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA - at target price (x)	4.8	11.9	6.1	5.2	4.5
P/BV (x)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
P/CFO (x)	(9.4)	2.6	2.0	4.8	3.7
Price/sales (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	5.0	2.5	5.3	6.1	6.8
FCF Yield (%)	(16.5)	31.5	43.5	15.2	21.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	3.2	0.7	1.4	1.6	1.7
EPS	2.7	0.6	1.3	1.5	1.7
DPS	0.5	0.3	0.5	0.6	0.7
BV/share	7.9	8.1	9.0	10.0	11.1
CFO/share	(1.1)	3.9	5.0	2.1	2.7
FCF/share	(1.7)	3.2	4.4	1.5	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	57.3	(12.7)	(27.7)	0.0	0.0
Net profit (%)	114.0	(77.5)	117.0	14.4	12.4
EPS (%)	114.0	(77.5)	117.0	14.4	12.4
Normalized profit (%)	na	(77.0)	93.5	14.4	6.8
Normalized EPS (%)	na	(77.0)	93.5	14.4	6.8
Dividend payout ratio (%)	18.2	40.4	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	7.1	3.6	4.9	5.5	5.7
Operating margin (%)	5.1	1.3	3.6	4.1	4.4
EBITDA margin (%)	6.1	2.5	5.2	5.8	6.1
Net margin (%)	4.1	0.9	2.7	3.1	3.4
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.0	0.5	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.0	0.4	0.3	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	35.5	4.2	10.2	10.2	14.3
Interest coverage - EBITDA (x)	42.9	7.8	15.0	14.4	20.0
ROA - using norm profit (%)	14.1	3.2	7.5	9.3	10.1
ROE - using norm profit (%)	47.4	9.2	16.5	17.0	16.4
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	46.1	7.9	15.2	15.8	15.4
- asset turnover (x)	3.4	2.9	2.5	2.8	2.8
- operating margin (%)	5.1	1.5	3.8	4.3	4.6
- leverage (x)	3.4	2.8	2.2	1.8	1.6
- interest burden (%)	97.2	78.1	90.7	90.7	93.3
- tax burden (%)	82.2	82.8	79.5	79.7	78.9
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.9	8.9
ROIC (%)	23.2	4.1	8.5	12.7	13.2
NOPAT (Bt m)	10,972	2,537	4,710	5,457	5,704
invested capital (Bt m)	62,546	55,287	43,095	43,370	41,890

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect net gearing to improve over the next few years*

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

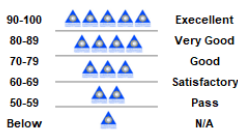
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

<b>หัวหน้าฝ่าย, Strategy</b> พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เทคนิค</b> ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
<b>สาธารณูปโภค, สื่อสาร</b> ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	<b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ</b> พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	<b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b> พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
<b>ยานยนต์, หินผา, Property Fund, REITs, บันเทิง</b> รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	<b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b> สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	<b>ขนส่ง, รับเหมา</b> ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
<b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b> ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	<b>พลังงาน, อิโตรเคมี</b> ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	<b>นักวิเคราะห์, แพล</b> ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
<b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b> วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b> สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

## Data Support Team

<b>มณฑุดี เพชรแสงใสกุล</b> Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	<b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b> Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	<b>วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b> Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
<b>สุนทร รักษาวัต</b> Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	<b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์</b> Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	<b>สุจินตนา สถาพร</b> Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
18 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th