

BCPG Pcl.

(BCPG.BK/BCPG TB)*

Neutral · Maintained

Price as of 31 Jan 2023	9.85
12M target price (Bt/shr)	10.40
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	5.60

Key messages

BCPG จะส่งงบ 4Q65F ในวันที่ 24 ก.พ. ซึ่งเราคาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 215 ลบ. (-67% QoQ, -10% YoY) เพราะผลขาดทุนจาก FX, รายได้ต่ำในขณะที่ยังจ่ายสูงตามฤดูกาล นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรจะลดลงต่อใน 1Q66F และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในปี 2566-2567F ด้วย ด้วยแนวโน้มเช่นนี้ ราคาหุ้นจึงน่าจะยังคงแกว่งตัวอยู่ในกรอบแคบ รอโครงการใหม่ ๆ ที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งให้ผลตอบแทนน่าสนใจ ท่ามกลางผลกระทบจากการที่ adder หลายโครงการที่หมดอายุลงและการแข่งขันที่เข้มข้น เรายังคงคำแนะนำถือ และประเมินราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 10.40 บาท.

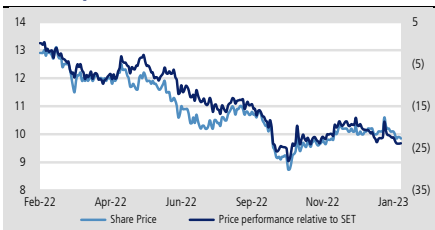
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	28.6/915		
Outstanding shares (mn)	2,908		
Foreign ownership (mn)	88		
3M avg. daily trading (mn)	8		
52-week trading range (Bt)	8.80-13.10		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	2.1	-5.3	-19.3
Relative	-0.8	-9.4	-19.4

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.29	0.18	0.34	0.12
2021	0.20	0.21	0.26	0.09
2022	0.47	0.11	0.22	

Share price chart



Source: SET

Wetid Tangjindakun
66.2658.8888 Ext. 8855
wetidt@kgi.co.th

หลายปัจจัยลบกระทบใน 4Q65F

Event

ประมาณการ 4Q65F และมุมมองของเรา

Impact

ประมาณการ 4Q65F – จะอ่อนแอเพราะปัจจัยฤดูกาล และมีการปิด โรงไฟฟ้าพลังน้ำชั่วคราว BCPG จะส่งงบ 4Q65F ในวันที่ 24 ก.พ. ซึ่งเราคาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 215 ลบ. (-67% QoQ, -10% YoY) แต่หากไม่รวมผลขาดทุน FX และค่าเงินบาทใหม่จากบริษัทประกัน เราคาดว่ากำไรหลักจะลดลงมาอยู่ที่ 360 ลบ. (-43% QoQ, -38% YoY) เพราะรายได้ลดลงขณะที่ค่าใช้จ่ายสูงตามฤดูกาล ถึงแม้ว่าจะขึ้นค่า Ft ในไทย แต่เรายังคาดว่ารายได้หลักจะลดลง 18% QoQ เพราะผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ และเป็นช่วง low season ของโรงไฟฟ้า solar ในญี่ปุ่น ซึ่งทำให้ GPM เหลือ 61.3% (จาก 66.2% ใน 3Q65) อีกทั้งยังเป็นช่วง low season ของโครงการ Nam San 3A&3B (114MWe) และยังคงปิดชั่วคราว (ตั้งแต่ ธ.ค. 65) เพื่อรอให้สายส่งไฟฟ้า (LA-VN) เสร็จ นอกจากนี้กำไรที่ลดลง YoY จะเป็นเพราะไม่มีโครงการพลังงานความร้อนได้พิทพ และไม่มีโครงการที่ adder หมดอายุในปี 2565 สองโครงการ

...และจะยังลดลงต่ออีกใน 1Q66F เพราะขาดปัจจัยกระตุ้น

เราคาดว่ากำไรหลักใน 1Q66F จะลดลงทั้ง QoQ และ YoY เพราะ adder ของ BSE-BNN หมดอายุลง (16MW – มี.ค. 66) และเป็นช่วง low season ที่สุดของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งคาดว่าจะกลับมาเดินเครื่องใหม่ภายใน 1Q66 เพราะยังรอการก่อสร้างสายส่งไฟฟ้าทางฝั่งเวียดนามอยู่ (แต่ฝั่งลาวเสร็จแล้ว) เราคาดว่ากำไรจะลดลงแม้จะมีปัจจัยบวกจากการที่โรงไฟฟ้า solar ในประเทศไทยและญี่ปุ่นเข้าสู่ช่วง peak ตามฤดูกาล, มีการขึ้นค่า Ft 0.61 บาท/kWh higher, และ SG&A กลับมาอยู่ระดับปกติ

รอการเติบโตที่น่าตื่นใจ ในขณะที่เหลือเวลาน้อยลงเรื่อย ๆ ก่อนที่ adder จะหมดอายุ

เนื่องจากโอกาสเติบโตในประเทศมีจำกัด BCPG จึงหันไปเน้นขยายธุรกิจในตลาดต่างประเทศแทน โดยมุ่งไปที่ไต้หวัน เวียดนาม และสหรัฐ ซึ่งนอกจากโครงการพลังงานหมุนเวียนและโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 75% ของ capex รวมแล้ว บริษัทกำลังศึกษาโครงการที่ใช้เทคโนโลยีพลังงานใหม่ ๆ อย่างเช่น สายโซลูชันของแบตเตอรี่, ไฮโดรเจน และ คลังน้ำมัน (oil terminal) อีกด้วย สำหรับ (ในไทย ธุรกิจคลังน้ำมัน และท่าเรือเดินทะเลของบริษัทที่มีกำหนดจะปิดกิจการใน 1Q66 น่าจะทำกำไรให้บริษัทได้ปีละ 190-270 ล้านบาท (กำไรปี 2567F มี upside อีก 11-16% โดยมี EIRR อยู่ที่ 9-10%) ซึ่งเรายังไม่ได้รวมคิดนี้ในประมาณการ นอกจากนี้แม้ว่าจะมีโครงการ Solar ที่กำลังจะเปิดใหม่ในไต้หวัน แต่เรายังคงคาดว่ากำไรหลักในปี 2566-2567F จะมีแนวโน้มลดลงเพราะขาดโครงการใหม่ ๆ ที่จะมาชดเชยโครงการที่ adder หมดอายุลง และโครงการพลังงานความร้อนได้พิทพที่ขายออกไป

Valuation & Action

ราคาหุ้นจึงน่าจะยังคงแกว่งตัวอยู่ในกรอบแคบ รอโครงการใหม่ ๆ ที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งให้ผลตอบแทนน่าสนใจ ท่ามกลางผลกระทบจากการที่ adder หลายโครงการที่หมดอายุลงและการแข่งขันที่เข้มข้น นอกจากนี้บางกองทุนจะกังวลกับแผนลงทุน (capex) ก่อนใหญ่ของ BCPG ในปีนี้ที่ 3 หมื่นลบ. หลังจาก BCP เข้าไปซื้อโรงกลั่นใหญ่ แต่ผู้บริหารยังคงยืนยันว่าประเด็นดังกล่าวจะไม่กระทบการถือหุ้น และแผนลงทุนของบริษัทแต่อย่างใด เรายังคงคำแนะนำถือ ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 10.40 บาท

Risks

การปิดซ่อมบำรุงนอกแผน, ปัญหา cost overruns, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย

Key financials and valuations

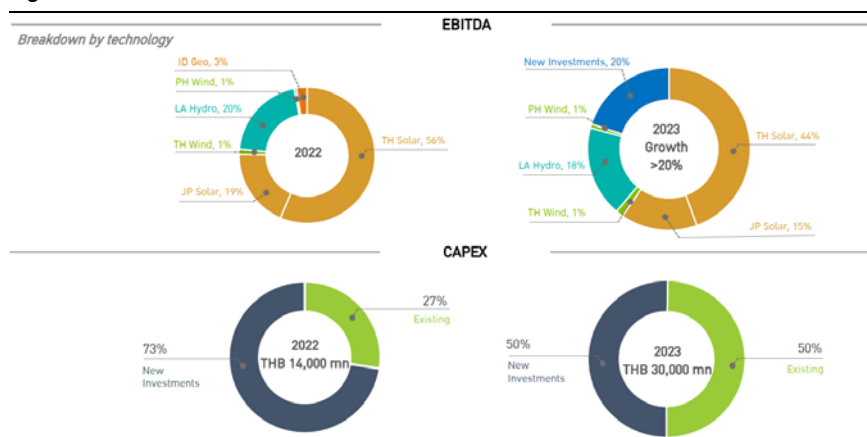
	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmn)	4,231	4,669	5,124	4,953	5,511	6,649
Net Profit (Btmn)	1,912	2,011	3,714	1,712	1,670	1,843
Normalized Profit (Btmn)	1,959	2,284	2,070	1,712	1,670	1,843
Net Profit Growth (%)	6.2	5.2	84.7	(53.9)	(2.5)	10.4
Normalized Profit Growth (%)	14.8	16.6	(9.4)	(17.3)	(2.5)	10.4
EPS (Bt)	0.92	0.74	1.24	0.56	0.54	0.60
DPS (Bt)	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
EPS Growth (%)	1.7	(18.9)	67.6	(55.2)	(2.5)	10.4
P/E (X)	15.5	16.2	7.9	17.7	18.1	16.4
P/B (X)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (X)	4.0	4.3	1.4	3.8	5.9	5.7
Net Debt to Equity (%)	69.0	65.8	25.9	47.8	70.2	67.6
Dividend Yield (%)	2.3	2.8	3.4	3.4	3.4	3.4
Return on Average Equity (%)	8.5	7.4	12.1	5.3	5.1	5.4

Source: Company data, KGI Securities Research

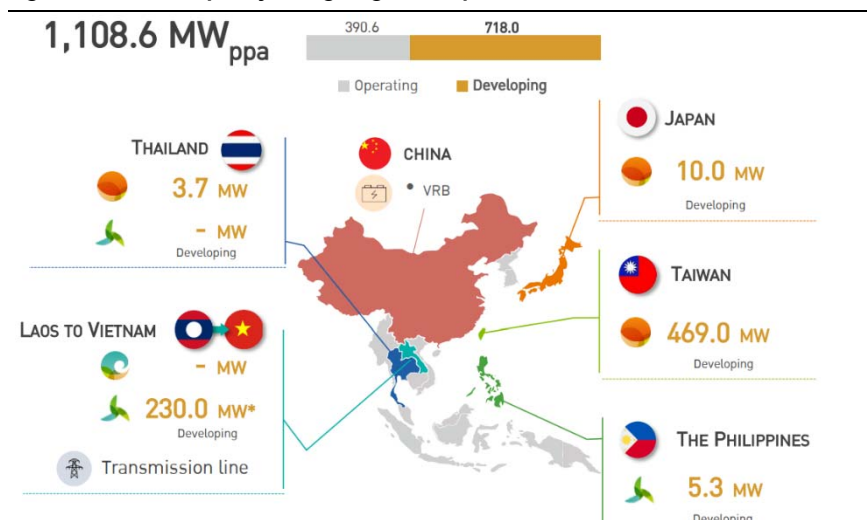
Figure 1: BCPG's 4Q22F earnings preview

Bt mn	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)	2022F	2021	YoY (%)	Comments (2022 vs 2021)
Revenue	1,265	1,232	2.7	1,544	(18.0)	5,403	4,669	15.7	(+) Stronger hydropower plants Nam San 3A & 3B, and first contribution of Chiba1, Komagane, and Yabuki
Gross Profit	775	808	(4.0)	1,022	(24.2)	3,468	3,061	13.3	
SG&A	195	170	14.4	227	(14.0)	830	588	41.0	(-) in line with starting operations of new projects
Operating Profit	615	654	(5.9)	830	(25.9)	4,787	2,544	88.2	
Operating EBITDA	1,027	964	6.6	1,228	(16.4)	6,312	3,724	69.5	
Non-Operating Inc./(Exp.)	(160)	(371)	56.9	163	(198.3)	742	(300)	347.7	(+) mainly on gain from sales of geothermal project
Equity Income/(Loss)	20	152	(86.9)	(17)	216.6	136	605	(77.5)	(-) absence of geothermal project from 3 Mar 2022
Interest expense	220	211	4.4	251	(12.4)	909	787	15.4	(-) floating-rate debts move aligning with the interest rate upcycle
Net Profit	215	238	(9.7)	641	(66.5)	2,549	2,011	26.8	
Normalized profit	360	583	(38.2)	626	(42.5)	2,052	2,284	(10.2)	
EPS (Bt)	0.07	0.09	(17.6)	0.24	(69.4)	1.28	1.01	26.3	
Normalized EPS (Bt)	0.12	0.22	(43.7)	0.24	(47.5)	1.03	1.15	(10.5)	
Percent	4Q22F	4Q21	YoY (ppts)	3Q22	QoQ (ppts)	2022F	2021	YoY (ppts)	
Gross margin	61.3	65.6	(4.3)	66.2	(5.0)	64.2	65.6	(1.4)	
EBIT margin	48.6	53.1	(4.5)	53.8	(5.2)	88.6	54.5	34.1	
SG&A/sales	15.4	13.8	1.6	14.7	0.7	15.4	12.6	2.8	

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Guidelines for 2022-23


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: BCPG's capacity – ongoing development of assets in hand


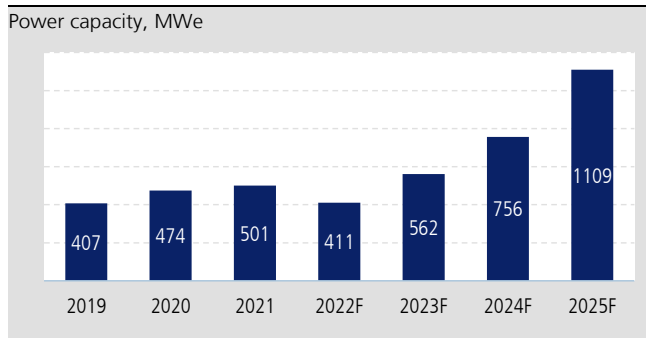
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Company profile

BCPG Public Company Limited (BCPG) was established on July 17, 2015, through BCP's restructuring policy with registered capital of Bt20mn. The company is a unit of BCP's operating power business under a policy of being a clean and environmentally-friendly generator. Its core business is generating electricity from solar projects and supplying that power to local off-takers where the projects are located while its investment policy is flexible for domestic and overseas to every type of renewable energy including solar, geothermal, wind, biomass, etc.

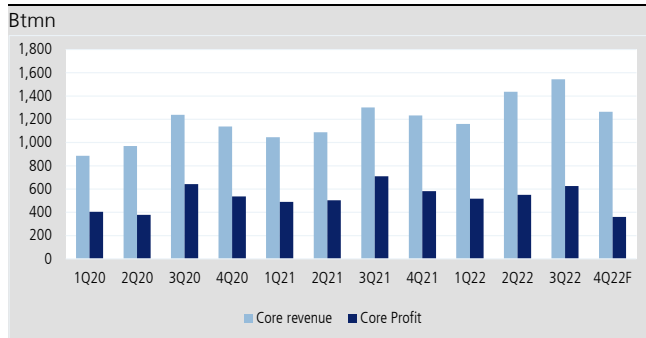
Source: Company data

Figure 6: Committed capacity of 1,108 MW in 2025F



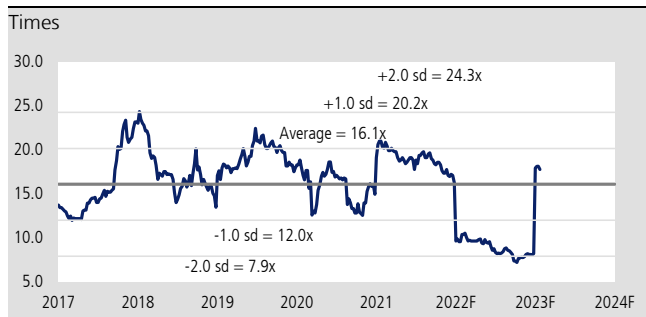
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Quarterly revenue and core profit



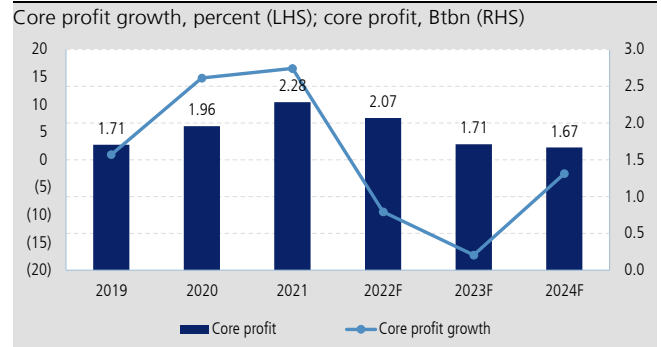
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Company's forward PER



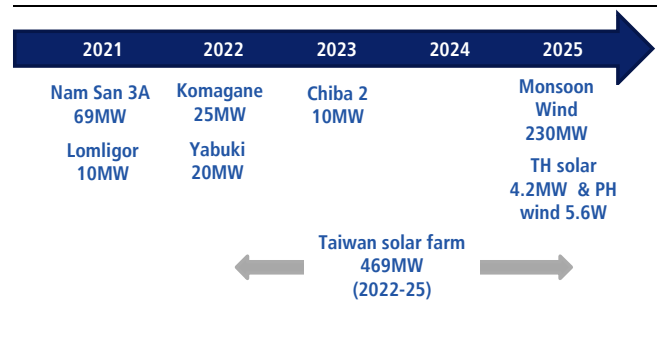
Source: KGI Securities Research

Figure 5: Earnings on downward trend in 2023-24F



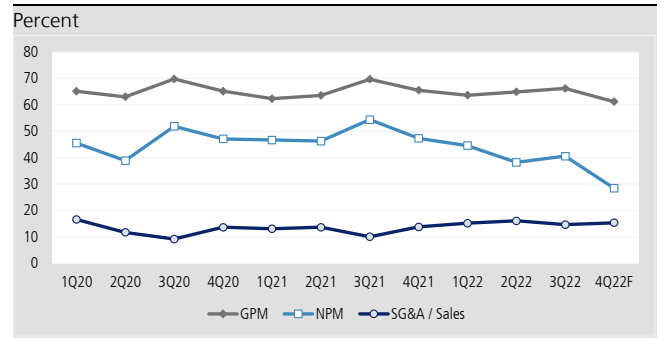
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Expansion program



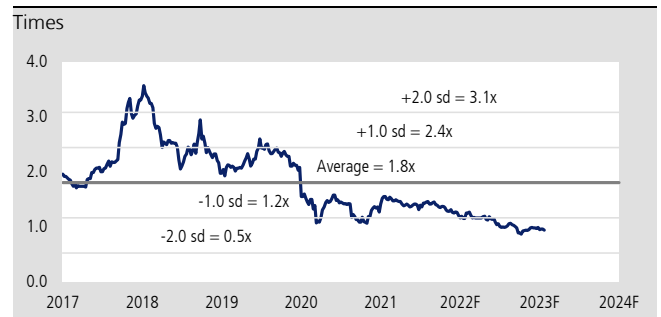
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Quarterly GPM, SG&A/Sales, and NPM



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Company's forward PBV



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Dec-19A	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	981	886	970	1,238	1,137	1,047	1,088	1,302	1,232	1,158	1,436	1,544
Cost of Goods Sold	(305)	(309)	(358)	(373)	(396)	(394)	(396)	(394)	(424)	(421)	(503)	(521)
Gross Profit	677	578	612	864	741	653	692	908	808	738	933	1,022
Operating Expenses	(153)	(148)	(114)	(115)	(156)	(137)	(149)	(132)	(170)	(176)	(231)	(227)
Other incomes	8	10	4	4	11	25	15	15	17	2,048	31	35
Operating Profit	532	440	502	754	596	540	559	791	654	2,609	733	830
Depreciation of fixed assets	(212)	(236)	(260)	(283)	(298)	(292)	(292)	(286)	(310)	(325)	(390)	(398)
Operating EBITDA	744	676	762	1,037	894	832	850	1,078	964	2,934	1,123	1,228
Non-Operating Income	35	240	(22)	30	(44)	37	61	133	(244)	(151)	(109)	168
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	4	5
Other Non-op Income	35	240	(22)	30	(44)	37	61	132	(246)	(154)	(113)	163
Non-Operating Expenses	(173)	(118)	(220)	(210)	(113)	(183)	(193)	(42)	(86)	(835)	(238)	(251)
Interest Expenses	(173)	(188)	(220)	(210)	(215)	(185)	(193)	(198)	(211)	(206)	(231)	(251)
Other Non-op Expenses	0	70	0	0	102	2	0	156	125	(629)	(7)	0
Equity Income/(Loss)	48	158	102	101	147	140	162	150	152	142	(9)	(17)
Pre-tax Profit	442	720	361	675	586	534	589	1,032	477	1,766	376	731
Current Taxation	2	(7)	(7)	(2)	(5)	(7)	(24)	(35)	14	(399)	(42)	(84)
Minorities	1	(0)	0	(0)	1	0	0	0	0	(0)	(1)	(0)
Extraordinary items	0	0	0	0	(67)	0	0	0	359	1,000	(105)	15
Net Profit	445	574	355	673	311	523	565	685	238	1,363	330	641
Normalized Profit	430	404	377	643	536	489	504	709	583	517	549	626
EPS (Bt)	0.22	0.29	0.18	0.34	0.12	0.20	0.21	0.26	0.09	0.47	0.11	0.22
Normalized EPS (Bt)	0.22	0.20	0.19	0.32	0.20	0.19	0.19	0.27	0.22	0.18	0.19	0.22
Margins												
Gross profit margin	69.0	65.2	63.1	69.8	65.2	62.4	63.6	69.7	65.6	63.7	65.0	66.2
Operating EBIT margin	54.3	49.6	51.7	60.9	52.4	51.6	51.3	60.8	53.1	225.2	51.0	53.8
Operating EBITDA margin	75.9	76.3	78.6	83.8	78.7	79.5	78.1	82.8	78.3	253.3	78.2	79.6
Net profit margin	45.3	64.7	36.6	54.4	27.3	50.0	51.9	52.6	19.3	117.7	23.0	41.5
Growth (YoY)												
Revenue growth	20.3	9.7	14.4	56.7	15.9	18.1	12.2	5.2	8.4	10.7	32.0	18.5
Operating EBIT growth	16.6	(4.2)	0.8	79.2	12.0	22.8	11.3	5.0	9.7	382.9	31.2	4.9
Operating EBITDA growth	21.5	10.5	15.8	76.9	20.2	23.1	11.6	3.9	7.8	252.5	32.0	13.9
Net profit growth	43.5	16.7	(23.5)	67.8	(30.1)	(8.8)	59.2	1.7	(23.4)	160.4	(41.5)	(6.4)
Normalized profit growth	0.7	(11.1)	(12.8)	56.9	24.6	21.1	33.6	10.3	8.8	5.7	9.0	(11.6)

Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total Assets	51,220	58,722	69,898	69,870	69,759
Current Assets	12,493	13,934	31,334	22,210	13,759
Cash & ST Investments	11,138	11,229	28,828	19,777	11,089
Inventories	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	1,350	2,624	2,460	2,388	2,622
Others	5	81	46	46	47
Non-current Assets	38,727	44,788	38,563	47,659	56,001
LT Investments	11,723	13,486	1,381	1,433	1,485
Net fixed Assets	14,668	17,372	26,606	35,082	43,475
Others	12,336	13,931	10,577	11,145	11,041
Total Liabilities	28,671	31,493	39,112	37,493	36,727
Current Liabilities	(4,046)	(4,678)	(4,233)	(3,564)	(3,422)
Accounts Payable	(540)	(888)	(1,025)	(991)	(1,102)
ST Borrowings	1,771	17	0	0	0
Others	(5,277)	(3,807)	(3,208)	(2,573)	(2,320)
Long-term Liabilities	32,717	36,171	43,345	41,057	40,149
Long-term Debts	23,219	25,574	33,596	32,674	31,961
Others	9,497	10,598	9,749	8,383	8,188
Shareholders' Equity	22,549	27,229	30,786	32,377	33,032
Common Stock	2,087	2,706	2,983	3,072	3,072
Capital Surplus	6,990	7,753	8,199	8,645	8,645
Retained Earnings	1,841	4,366	7,095	7,794	8,449
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Growth (% YoY)					
Sales	23.5	10.4	9.8	(3.3)	11.3
OP	20.0	3.7	87.6	(38.6)	(4.4)
EBITDA	28.2	7.2	39.5	(31.2)	(2.9)
NP	6.2	5.2	84.7	(53.9)	(2.5)
Normalized Profit	14.8	16.6	(9.4)	(17.3)	(2.5)
EPS	1.7	(18.9)	67.6	(55.2)	(2.5)
Normalized EPS	10.0	(10.1)	(17.8)	(19.7)	(2.5)
Profitability (%)					
Gross Margin	66.1	65.6	65.6	61.0	54.1
Operating Margin	54.2	50.9	87.0	55.3	47.5
EBITDA Margin	92.4	89.8	114.1	81.2	70.8
Net Profit Margin	45.2	43.1	72.5	34.6	30.3
ROAA	3.7	3.4	5.3	2.5	2.4
ROAE	8.5	7.4	12.1	5.3	5.1
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1
Net Debt/Equity (%)	0.7	0.7	0.3	0.5	0.7
Interest Coverage (x)	3.4	3.2	5.7	3.1	3.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.1	3.2	5.7	3.1	3.0
Cash Flow Interest Coverage (x)	3.7	2.6	9.6	1.8	3.0
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	1.2	2.5	9.6	1.8	3.0
Current Ratio (x)	(3.1)	(3.0)	(7.4)	(6.2)	(4.0)
Quick Ratio (x)	(3.1)	(3.0)	(7.4)	(6.2)	(4.0)
Net Debt (Bt mn)	15,553	17,920	7,973	15,468	23,188
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.9	0.7	1.2	0.6	0.5
Normalized EPS	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
CFPS	1.5	0.9	2.6	0.5	0.9
BVPS	10.8	10.1	10.3	10.5	10.8
SPS	2.0	1.7	1.7	1.6	1.8
EBITDA/Share	1.9	1.5	2.0	1.3	1.3
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Activity					
Asset Turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Days Receivables	116.5	205.2	175.2	176.0	173.7
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	(137.1)	(201.6)	(212.4)	(187.3)	(159.1)
Cash Cycle	253.6	406.7	387.6	363.3	332.8
Key Drivers					
Effective Capacity (MW)	474	501	411	562	756
Average US\$/THB	32.00	32.00	34.90	34.50	32.70
Ft rate (Bt/kWh)	(0.12)	(0.15)	0.40	1.33	1.53

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	4,231	4,669	5,124	4,953	5,511
Cost of Goods Sold	(1,436)	(1,608)	(1,761)	(1,930)	(2,528)
Gross Profit	2,794	3,061	3,363	3,023	2,983
Operating Expenses	(532)	(655)	(714)	(744)	(822)
Other Incomes	29	(30)	1,808	459	457
Operating Profit	2,292	2,376	4,458	2,738	2,618
Depreciation of fixed as:	(1,078)	(1,180)	(1,208)	(1,231)	(1,234)
Operating EBITDA	3,910	4,191	5,846	4,021	3,905
Non-Operating Income	204	34	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	204	34	0	0	0
Non-Operating Expenses	(1,005)	(936)	(817)	(909)	(883)
Interest Expenses	(833)	(936)	(817)	(909)	(883)
Other Non-op Expenses	(172)	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	508	600	181	52	52
Pre-tax Profit	1,999	2,075	3,822	1,881	1,788
Current Taxation	(21)	(64)	(108)	(168)	(118)
Minorities	1	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,912	2,011	3,714	1,712	1,670
Normalized Profit	1,959	2,284	2,070	1,712	1,670
EPS (Bt)	0.92	0.74	1.24	0.56	0.54
Normalized EPS (Bt)	0.94	0.84	0.69	0.56	0.54

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Operating Cash Flow	3,079	2,426	7,858	1,600	2,617
Net Profit	1,912	2,011	3,714	1,712	1,670
Depreciation & Amortiza	1,078	1,180	1,208	1,231	1,234
Change in Working Capi	221	(199)	3,117	(1,292)	(234)
Others	(132)	(566)	(181)	(52)	(52)
Investment Cash Flow	(5,309)	(4,117)	2,043	(9,607)	(9,578)
Net CAPEX	(2,070)	(3,884)	(10,442)	(9,708)	(9,627)
Change in LT Investmen	1,805	(1,915)	12,305	48	(2)
Change in Other Assets	(5,044)	1,682	180	53	51
Free Cash Flow	(2,230)	(1,690)	9,902	(8,007)	(6,961)
Financing Cash Flow	12,068	1,622	7,698	(1,044)	(1,727)
Change in Share Capital	7,270	2,031	892	892	0
Net Change in Debt	6,764	(11,198)	7,855	(922)	(713)
Change in Other LT Liab	(1,966)	(1,196)	(1,050)	(1,014)	(1,014)
Net Cash Flow	9,838	(68)	17,599	(9,050)	(8,688)

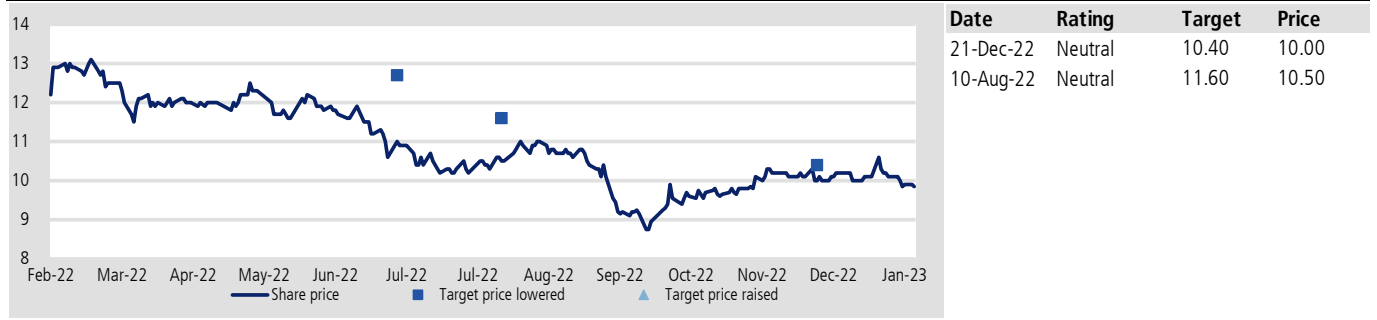
Source: KGI Securities Research

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
2020	8.5%	25.5%	13.3%	52.8%
2021	9.2%	25.3%	13.4%	52.2%
2022F	10.8%	23.6%	49.2%	16.4%
2023F	14.1%	24.9%	24.3%	36.8%
2024F	23.5%	22.4%	23.2%	30.9%
Year	$\frac{1}{\text{Working Capital}} \times \text{Revenue}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
2020	0.1	3.5	8.6	0.1
2021	0.0	3.7	8.9	0.1
2022F	0.6	5.2	8.4	0.1
2023F	-0.3	7.1	7.0	0.1
2024F	0.0	7.9	4.8	0.1
Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2020	52.8%	0.1	1.0%	0.0%
2021	52.2%	0.1	3.1%	0.1%
2022F	16.4%	0.1	2.8%	0.0%
2023F	36.8%	0.1	9.0%	0.2%
2024F	30.9%	0.1	0.0%	0.0%

Source: KGI Securities Research

BCPG Pl. – Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRIAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

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	KASIKORN BANK	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	SEAFICO	SEAFICO
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. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.