

บางจาก คอร์ปอเรชั่น – BCP

คำแนะนำ

ซื้อเก็งกำไร

ราคาปิด

49.50 บาท

ราคาเป้าหมาย

55 บาท

หมวดอุตสาหกรรม/ธุรกิจ

พลังงานและสาธารณูปโภค

Anti-corruption:

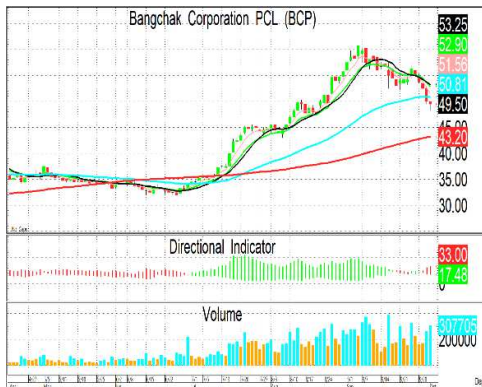
ได้รับการรับรอง

CG SCORE



SET ESG Rating

n/a



เอกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA, CQF

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 055680

e-mail : ekkarin@trinitythai.com

BCP: ปลดล็อก Growth ใหม่จาก SAF เริ่มสร้าง EBITDA ชัด พร้อม Upside จาก Expansion

BCP: Site Visit SAF

เราได้มีโอกาสเข้าไป Site Visit SAF ของ BCP ที่โรงกลั่นพระโขนง ซึ่งทำให้เห็นภาพชัดเจนว่า SAF ไม่ได้เป็นเพียงโครงการด้าน Sustainability แต่กำลังเป็น Growth Engine ที่สำคัญของ BCP ในการต่อยอดธุรกิจจาก Conventional Refinery ไปสู่ High-value clean molecules โดยโรงงาน SAF แห่งแรกของไทยมีกำลังการผลิต 7 KBD หรือประมาณ 1.0 ล้านลิตร/วัน เริ่ม Commercial Operation ในเดือน พ.ค. 2026 ด้วยเงินลงทุนราว 8.5 พันลบ. ต่ำกว่าการสร้างโรงงานแบบ Standalone ที่อาจต้องใช้เงินราว 1.3 หมื่นลบ. เนื่องจาก BCP สามารถใช้ Hydrogen, utilities, logistics และ infrastructure ของโรงกลั่นพระโขนงเดิมร่วมกันได้

จุดเด่นสำคัญคือ SAF เริ่มสร้าง EBITDA ได้เร็วหลังเริ่มเดินเครื่อง โดยใน 2Q26 โรงงานมี Average Run ราว 6.8 KBD หรือเกือบเต็มกำลังออกแบบ 7 KBD มียอดขาย SAF 39 ล้านลิตร และสร้าง EBITDA contribution ราว 1.0 พันลบ. แม้เพิ่งเริ่ม Commercial Operation ในเดือน พ.ค. สะท้อนการ ramp-up ที่ค่อนข้างดี นอกจากนี้โรงงานยังสามารถสลับการผลิตระหว่าง SAF และ HVO หรือ Renewable Diesel ตาม economics ของตลาด โดย SAF มี Product Yield ราว 90% ขณะที่ HVO อยู่ราว 98% ทำให้ BCP มีความยืดหยุ่นในการเลือก Product mix เพื่อ maximize margin และลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาราคา SAF เพียงผลิตภัณฑ์เดียว

ในแง่ การเพิ่มกำลังการผลิต ปัจจุบัน SAF เพิ่มกำลังผลิตใหม่ให้กับ Portfolio ของ BCP อีก 7 KBD จากฐานโรงกลั่นเดิมรวม 294 KBD และมีโอกาสเติบโตต่อจากแผนเพิ่ม Capacity ในอนาคต โดย Management ระบุถึงแนวทางเพิ่มกำลังผลิตราว 50% จากประมาณ 1.0 ล้านลิตร/วัน เป็น 1.5 ล้านลิตร/วัน หรือเทียบเทาราว 10-11 KBD หากดำเนินการตามแผน ขณะที่ Infrastructure บางส่วนถูกเตรียมรองรับการขยายไว้แล้ว จึงมีโอกาใช้เงินลงทุนต่อหน่วยต่ำกว่าการสร้างโรงงานใหม่ทั้งหมด

Demand สำหรับ การเติบโตของ SAF ในอนาคต จากแรงผลักดันด้าน Decarbonization ของอุตสาหกรรมการบิน เนื่องจากภาคการบินมีทางเลือกในการลด Carbon จำกัดกว่า Road Transport และ SAF สามารถใช้เป็น Drop-in fuel กับ Infrastructure และเครื่องบินปัจจุบันได้ โดยหลายประเทศเริ่มกำหนด SAF mandate และมีแนวโน้มทยอยเพิ่มสัดส่วนการผสมในระยะยาว ซึ่งจะทำให้ Demand เพิ่มตาม Regulation

Supply เป็นปัจจัยที่ต้องติดตามมากกว่าความต้องการในระยะสั้น เนื่องจากกำลังผลิต SAF/HVO ทั่วโลกเพิ่มขึ้นเร็ว โดยเฉพาะในเอเชีย ทำให้ช่วงที่ Supply ใหม่เข้าสู่ตลาดเร็วกว่าการเพิ่มของ mandate อาจกดดัน SAF spread ได้ อย่างไรก็ตาม จุดแข็งของ BCP คือโรงงานไม่ได้ถูกล็อกให้ผลิต SAF อย่างเดียว แต่สามารถเลือกผลิต HVO ได้ ซึ่งช่วยเปิดตลาดปลายทางเพิ่มเติมและทำให้บริษัทเลือกผลิตภัณฑ์ให้ Margin สูงกว่าในแต่ละช่วงได้ เรามองว่า Product flexibility ตรงนี้เป็นหนึ่งใน Competitive advantage ที่สำคัญ of โครงการ

ความเห็นนักวิเคราะห์

Outlook กำไร SAF: เรามองว่าปี 2027 จะเป็นปีที่เห็น Earnings contribution ของ SAF ชัดขึ้น เนื่องจากปี 2026 รับรู้เพียงตั้งแต่เดือน พ.ค. ขณะที่ปีถัดไปมีโอกาสรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปี พร้อมประโยชน์จาก Tax holiday และการเดินเครื่องที่ใกล้ Nameplate capacity มากขึ้น หากโรงงานสามารถรักษา Utilization ระดับสูง ซึ่งอาจจะเห็น EBITDA Contribution 4-5 พันล้านบาท ในปี 2027

เรามอง Site Visit ครั้งนี้เป็น บวกต่อ Investment case ระยะกลางของ BCP เนื่องจาก SAF เปลี่ยนจาก Future Growth story มาเป็นธุรกิจที่เริ่มสร้าง EBITDA จริงแล้ว และมีโอกาสได้ต่อทั้งจาก Full-year contribution และ Capacity Expansion ในอนาคต จุดแข็งของ BCP อยู่ที่ใช้ Existing refinery infrastructure ขยายลด CAPEX มี Integrated feedstock-production-trading-logistics ครบวงจร และสามารถสลับ SAF/HVO เพื่อ maximize margin ได้ เราจึงมองว่า SAF มีโอกาสเป็น Incremental EBITDA Growth Engine ที่ช่วยเพิ่มสัดส่วนกำไรใหม่และลดการพึ่งพา Refinery cycle ในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตาม Supply ใหม่ในตลาดโลก, ความเร็วของ SAF mandate และต้นทุน UCO ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจนี้ในระยะถัดไป

อีกประเด็นที่เรามองเป็นบวกคือ First-mover advantage ของ BCP จากการเป็นผู้ผลิต SAF เชิงพาณิชย์รายแรกของไทยในช่วงที่ Product margin ยังอยู่ในระดับสูง โดย Q2 Margin อยู่ราว 25 บาท/ลิตร หรือประมาณ US\$120/bbl ขณะที่โรงงานสามารถสร้าง EBITDA ได้ราว 1.0 พันลบ. ตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นดำเนินงาน เทียบกับ CAPEX 8.5 พันลบ. หาก Margin และ Utilization ปัจจุบันสามารถรักษาได้ เราประเมิน Simple EBITDA payback เพียงราว 1-2 ปี สะท้อนความสามารถในการคืนทุนเชิง EBITDA ได้เร็ว

คงคำแนะนำ ชื้อเก็งกำไร และคงราคาเป้าหมาย 55 บาท

Fig 1.: First SAF Production Plant

Thailand First HEFA-SPK SAF Production Plant

Taking Off as A New Growth Engine

Transforming waste into low-carbon aviation fuel for a sustainable future

Production Capacity 7 KBD	Commercial Operation Date May 2026	CAPEX 8.5 bn.THB	No CIT For 8 years 50% tax deduction for the next 5 years
-------------------------------------	--	----------------------------	--

Comply with Sustainability Standards



Q2/26 SAF Performance

Average Run 6.8 KBD	SAF Sales Volume 39 million liters
EBITDA contribution ~1,000 mn.THB	

Competitive Advantages of Bangchak's SAF Production Unit

- ✓ High safety standard
- ✓ Synergy with existing refinery infrastructure
- ✓ World-class production capability
- ✓ Reliable and scalable operations

11

Source: Company Data

Fig 2.: SAF Policies Mandates

Implementation of some policies still uncertain – but mandates could have a significant impact on regional demand

Asia Pacific – Firm + Proposed and Discussed SAF Targets (% volume SAF)												
Country	Status	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Thailand	Proposed	-	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0	3.0	3.0	5.0	5.0	5.0
Japan	Proposed	-	-	-	-	-	1.0*	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Singapore	Proposed	-	1.0	1.0	1.0	1.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Indonesia	Proposed ^A	-	-	1.0	1.0	1.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	5.0
Malaysia	Discussed	-	-	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
China	Enacted/ Discussed	Targets beyond 2025 under discussion										
South Korea	Proposed [#]	-	-	1.0	1.0	1.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	10.0
Australia	Discussed	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
India	Proposed [#]	-	-	1.0	2.0	2.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0

^AJapan proposed target on jet fuel suppliers
^AIndonesia's recent roadmap would replace previously enacted policies relating to biogenic jet fuel
[#] international aviation fuel only



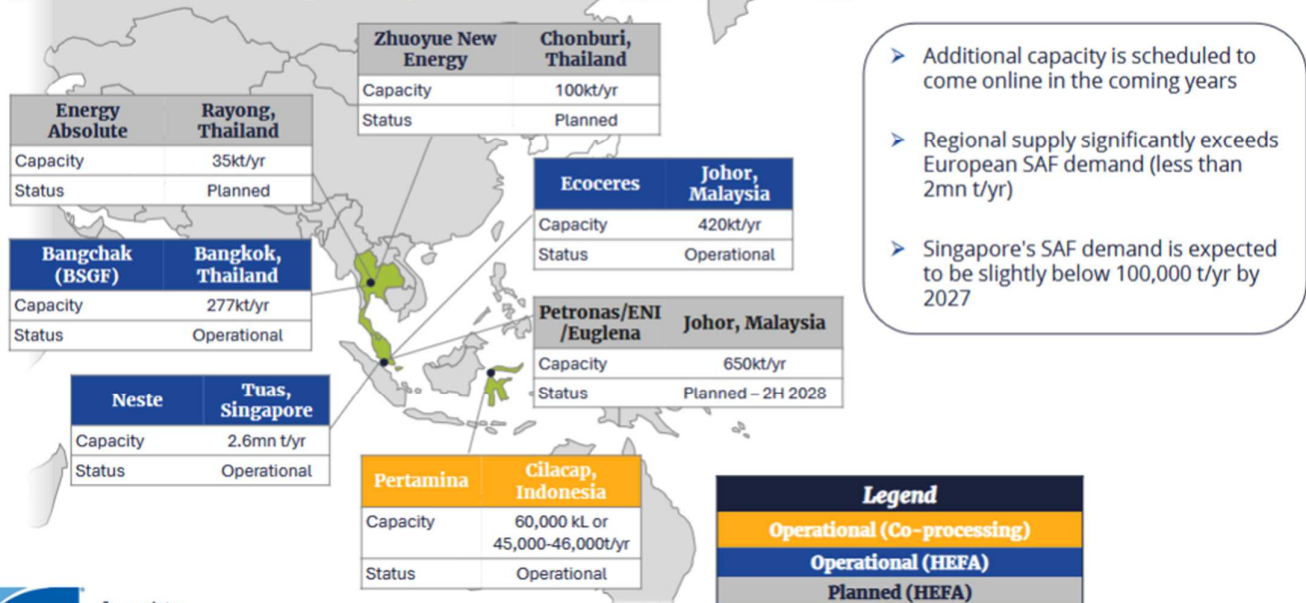
Source: Argus Media

Source: Company Data

© 2026 Argus Media group. All rights reserved. 44

Fig 3.: Asia SAF Supply

Southeast Asia continues to advance capacity expansion plans, with capacity exceeding 3.3mn t/yr



argus Source: Argus

Source: Company Data

© 2026 Argus Media group. All rights reserved. 48

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด