

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 18.00

(From: Bt 17.00)

17 MAY 2021

Upside : 50.0%

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

แนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 18 บาท จาก 17 บาท โดยได้แรงหนุนหลักจากราคาก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2021F และเติบโตต่อเนื่องในปี 2022F ซึ่งจะช่วยผลักดันราคาหุ้น ราคาหุ้นและก๊าซที่สูงขึ้น รวมทั้งผลการดำเนินงาน 2Q - 3Q21F ที่แข็งแกร่ง เป็นปัจจัยหนุนที่สำคัญ



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

แนวโน้มแข็งแกร่ง

BANPU มีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้น จาก 1) ราคาต้นทุนที่ยังคงสูงขึ้น โดยราคา Newcastle Export Index (NEX) และระดับ US\$100/ton และเฉลี่ย US\$91/ton YTD เทียบกับ US\$59/ton ในปี 2020 2) ราคาก๊าซธรรมชาติสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และปัจจุบันซื้อขายสูงกว่า US\$3/mmbtu เทียบกับ US\$2.0 ในปี 2020 หลังอุปทานล้นตลาดมาหลายปี ปัจจุบันตลาดทั้งสองมีความสมดุลมากขึ้น และมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง และ 3) การเติบโตของการผลิตและอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น จะช่วยผลักดันกำไรของธุรกิจไฟฟ้าและแบตเตอรี่ของ BANPU ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยผลักดันให้กำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2021F จากที่มีผลขาดทุนในปี 2020 และคาดว่าจะกำไรปกติต่อเนื่องจะเติบโตอีก 20% ในปี 2022F

ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาก๊าซ

เราปรับสมมติฐานราคาก๊าซ NEX ขึ้นเป็น US\$85/80/ton ในปี 2021/22F จากเดิมที่ US\$70/72/ton อีกทั้งยังปรับสมมติฐานระยะยาวขึ้นเป็น US\$75/ton จาก US\$72/ton YTD NEX มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ US\$91/ton และอยู่เหนือ US\$100/ton ในปัจจุบัน และด้วยเหตุนี้เราจึงคิดว่าสมมติฐานของเราเป็นระดับที่ระมัดระวังแล้ว เราเชื่อว่าอุปทานที่ลดลงและต้นทุนส่วนเพิ่มที่สูงจะทำให้ราคาก๊าซยังคงอยู่ในระดับสูง (6% ของปริมาณก๊าซที่มีค่าความร้อนสูงกว่า US\$75/ton หรือสูงกว่า) ขณะที่อุปสงค์ยังคงแข็งแกร่ง ด้วยจีนและประเทศอื่นในเอเชียที่เติบโตแซงหน้าการบริโภคที่ลดลงในตะวันตก อย่างไรก็ตามเราปรับลดสมมติฐานการผลิตลงปัจจุบันเราสมมติให้การผลิตจากอินโดนีเซียอยู่ที่ 19/21 ล้านตัน ในปี 2021/22F (จากเดิมที่ 21 ล้านตันต่อปี) และการผลิตจากออสเตรเลียอยู่ที่ 11.5 ล้านตัน ในทั้งสองปี (ลดลง 0.5 ล้านตันต่อปี) แต่ราคาก๊าซที่สูงขึ้นหมายความว่ากำไรของก๊าซโดยรวมมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น

ธุรกิจก๊าซธรรมชาติแข็งแกร่ง

สำหรับธุรกิจก๊าซธรรมชาติของ BANPU ในสหรัฐฯ กำลังได้ประโยชน์จากทั้งปริมาณที่เติบโตและราคาขายที่สูงขึ้น ความต้องการก๊าซเติบโตในระดับสูง ซึ่งได้แรงหนุนจากการส่งออก LNG ขณะที่การเติบโตของอุปทานดูเหมือนจะชะลอตัวลงด้วยมีแท่นขุดเจาะใหม่จำกัด ซึ่งจะช่วยลดระดับสินค้าคงคลังซึ่งปัจจุบันอยู่ในต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีแล้ว เรายังคงคาดการณ์ราคาที่ US\$3/mmbtu ซึ่งยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย YTD และราคาฟิวเจอร์สที่ US\$3.1/mmbtu

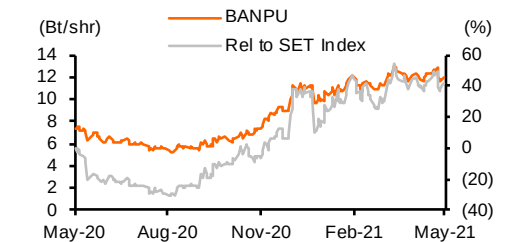
แบตเตอรี่ยังคงเป็นอัญมณีที่ซ่อนอยู่

เราเชื่อว่าธุรกิจพลังงานใหม่ รวมถึงแบตเตอรี่ลิเทียมไอออนยังคงเป็นมูลค่าที่ซ่อนอยู่ใน BANPU ผู้บริหารกล่าวว่า Durapower (บริษัทแบตเตอรี่ลิเทียมไอออนร่วมทุน ถือหุ้น 48%) น่าจะคุ้มทุนใน 2H21 ด้วยมีอัตราการผลิตสูงกว่า 50% ความต้องการแข็งแกร่ง โดยได้แรงหนุนจากตลาด E-Bus ในยุโรป บริษัทฯ ยังคงเป้าการขายกำลังการผลิตเป็น 3GWh ภายในปี 2025F เราได้รวมมูลค่า 3 บาท/หุ้น ในราคาเป้าหมายของเรา โดยอิงกำลังการผลิต 0.5GWh และเพิ่มขึ้นเป็น 1.5GWh ดูปฏิหาริย์ BANPU – “ก้าวสู่บทต่อไป” วันที่ 18 ม.ค.2021 สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับ Durapower

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	71,332	86,154	92,037	90,311
Net profit	(1,786)	6,578	7,892	7,523
Consensus NP	—	4,885	5,485	5,606
Diff frm cons (%)	—	34.7	43.9	34.2
Norm profit	(4,122)	6,578	7,892	7,523
Prev. Norm profit	—	4,607	6,505	7,185
Chg frm prev (%)	—	42.8	21.3	4.7
Norm EPS (Bt)	(0.8)	1.3	1.5	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	20.0	(4.7)
Norm PE (x)	na	9.4	7.8	8.2
EV/EBITDA (x)	20.1	7.2	6.6	6.6
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	2.5	5.3	6.4	6.1
ROE (%)	na	10.2	11.5	10.3
Net D/E (%)	163.4	151.5	143.5	127.8

PRICE PERFORMANCE



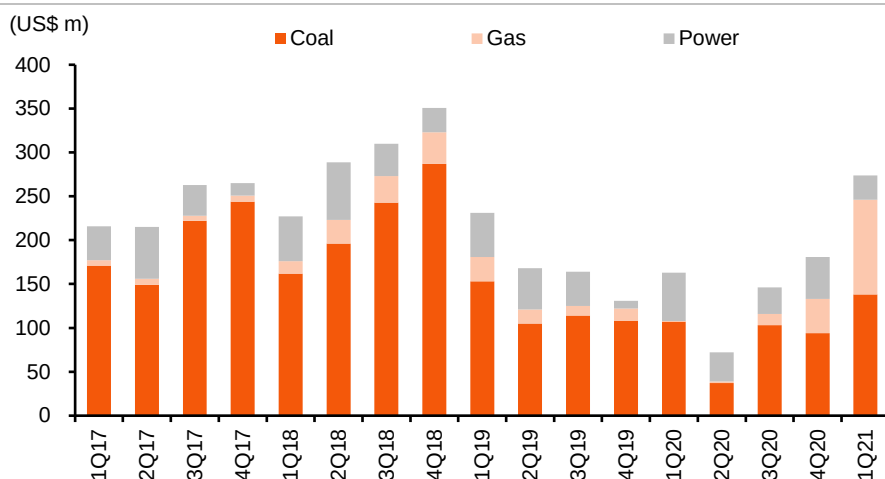
COMPANY INFORMATION

Price as of 17-May-21 (Bt)	12.00
Market Cap (US\$ m)	1,937.2
Listed Shares (m shares)	5,074.6
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	31.8
12M Price H/L (Bt)	13.10/5.25
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkrit family 9.62%

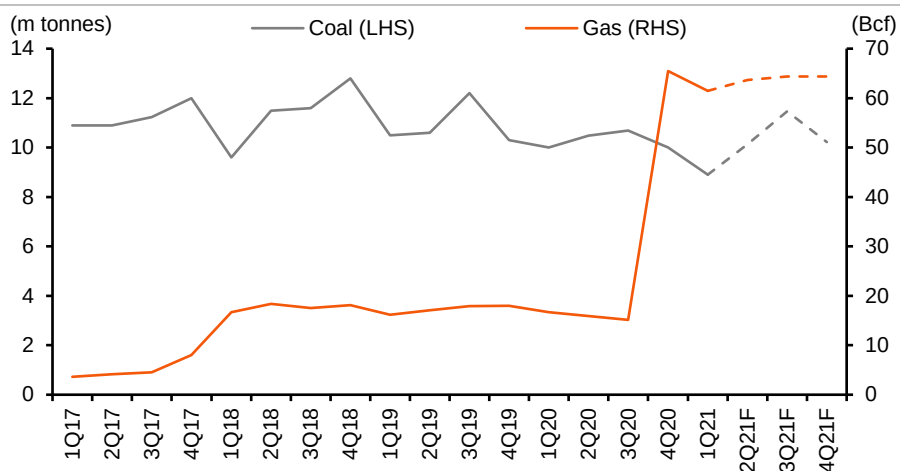
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งรายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: EBITDA Has Recovered To 2017 Levels

Sources: Company data, Thanachart

Ex 2: Coal Production Has Gradually Declined While Gas Output Has Increased Sharply

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Coal output includes Indonesia and Australia at 100% and China at a proportionate 40% equity stake

Ex 3: Our Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
New					
NEX coal price	(US\$/tonne)	85	80	75	75
Indonesia output	(m tonnes)	19	21	21	21
Australia output	(m tonnes)	12	12	12	12
Old					
NEX coal price	(US\$/tonne)	70	72	72	72
Indonesia output	(m tonnes)	21	21	22	22
Australia output	(m tonnes)	12	12	12	12
Change					
NEX coal price	(US\$/tonne)	15	8	3	3
Indonesia output	(%)	(9.5)	0.0	(4.5)	(4.5)
Australia output	(%)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)

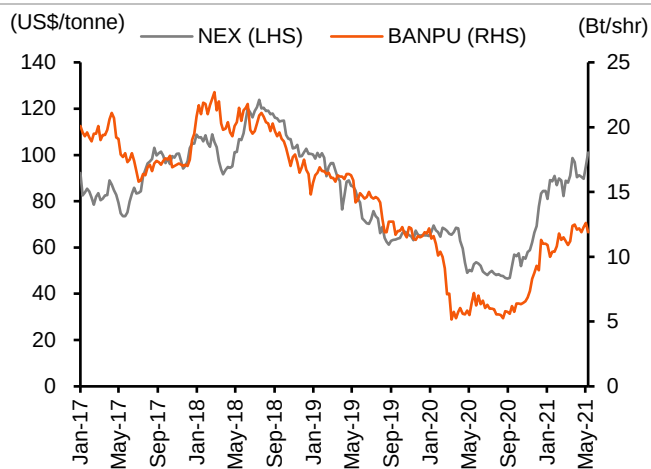
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/actual	0.50	(0.80)	1.27	1.53	1.46	1.48	18.00
Old			0.89	1.26	1.39	1.43	17.00
Change (%)			42.8	21.3	4.7	3.7	5.9

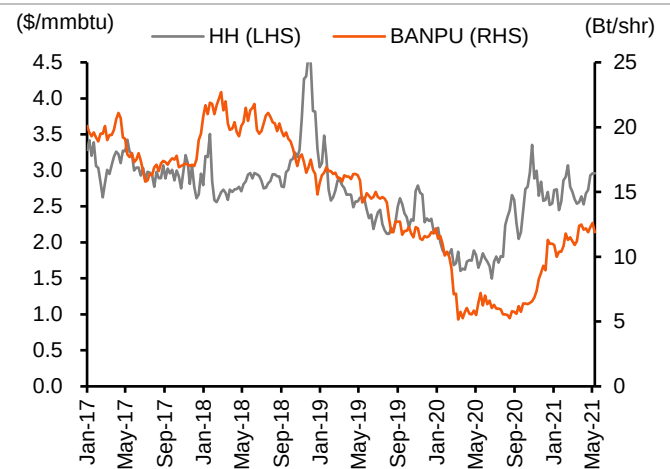
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BANPU vs. NEX Coal Price



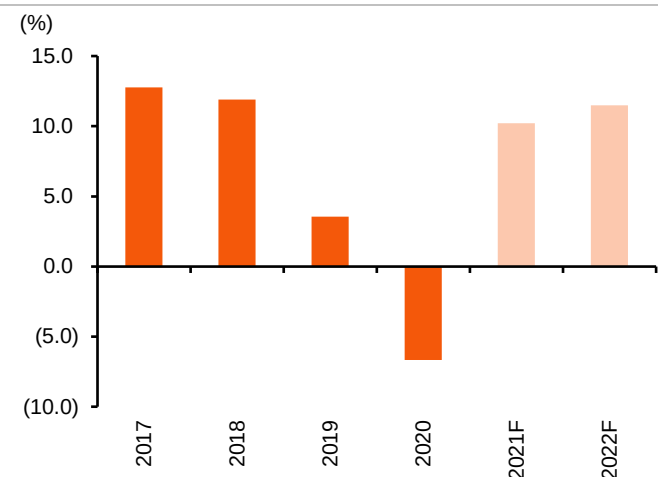
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: BANPU vs. Henry Hub (HH) Gas Price



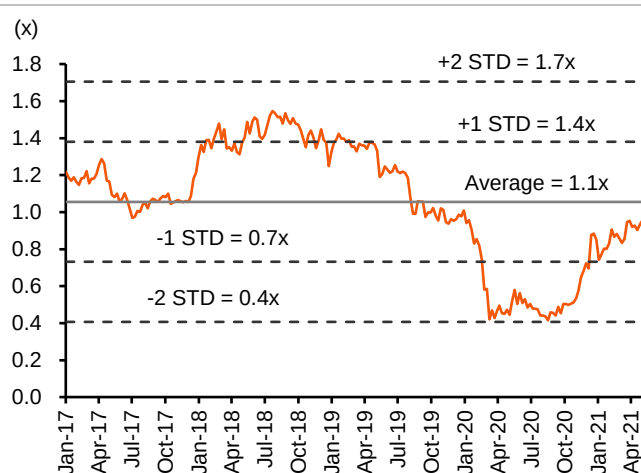
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Rising ROE



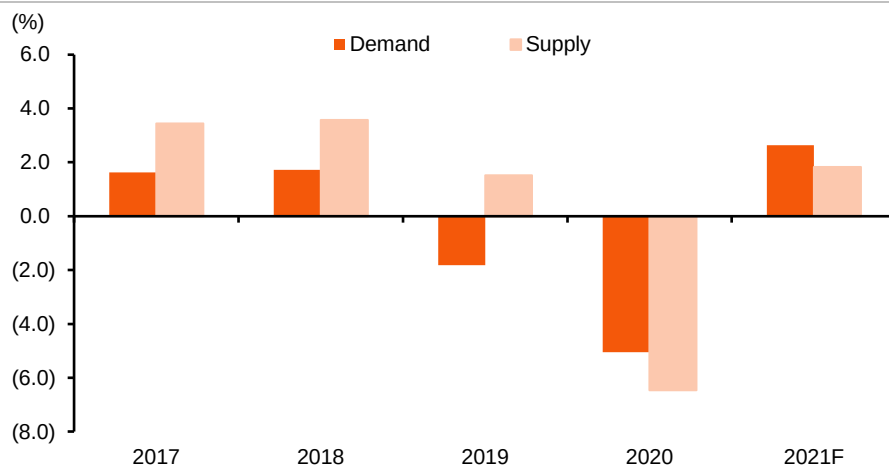
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: P/BV Remains At A Steep Discount



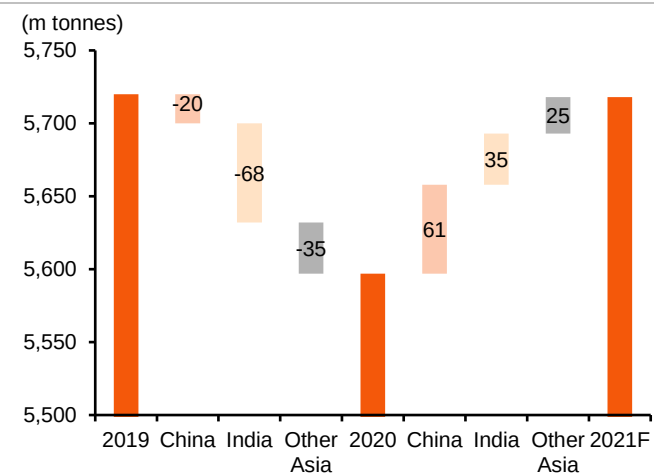
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: Global Coal Demand Growth Outpaces Supply Additions In 2020 And 2021F



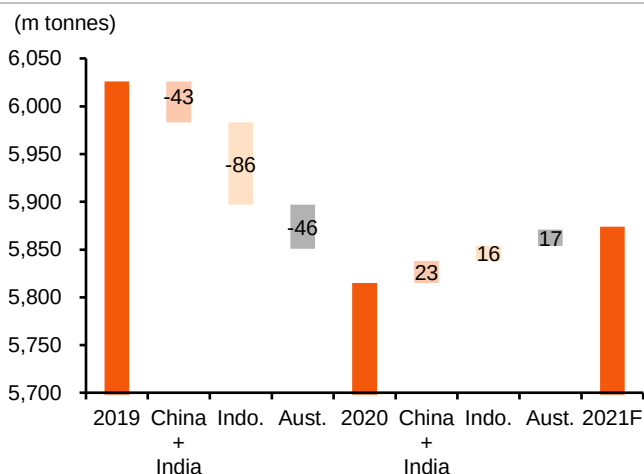
Sources: IEA, Thanachart estimates

Ex 10: Asia-Pacific Coal Demand Growth

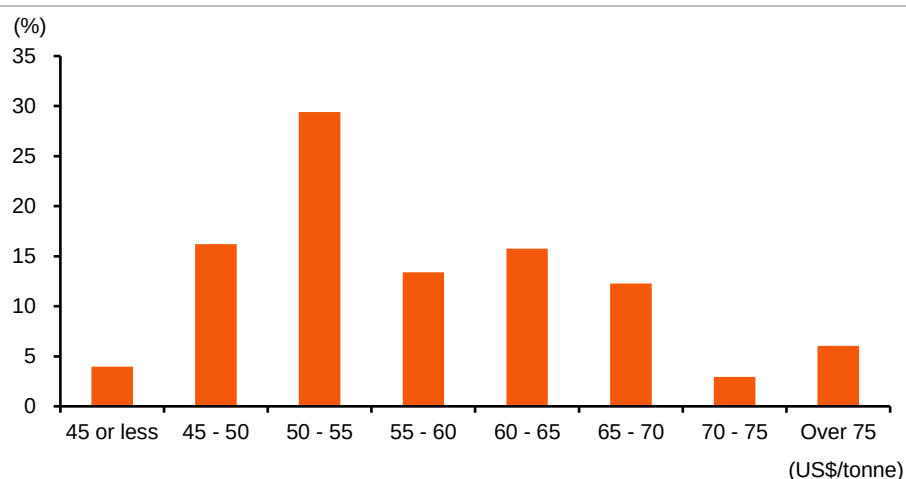


Sources: IEA, Thanachart estimates

Ex 11: Asia-Pacific Coal Supply Growth



Sources: IEA, Thanachart estimates

Ex 12: Breakdown Of High CV Coal* Supplies By Production Cost (US\$/tonne)

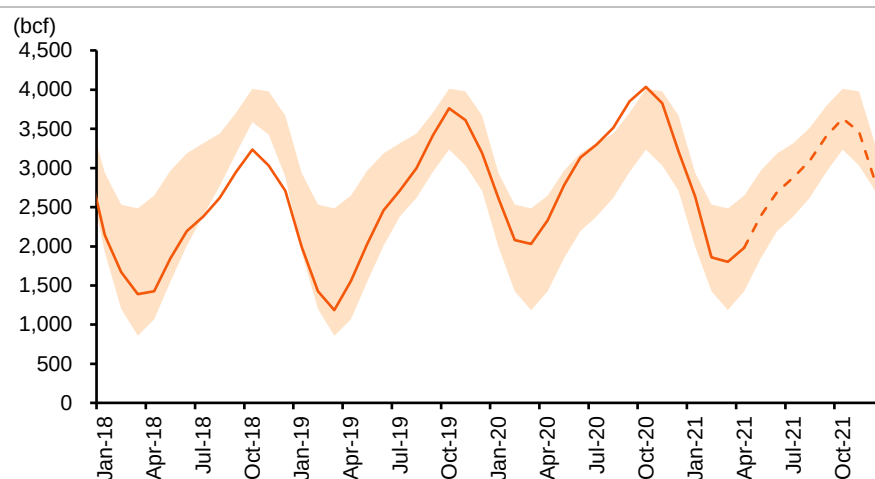
Sources: IEA, Thanachart

Note: *High CV coal is assumed to be those with a calorific value of 5,700kcal/kg or higher

Ex 13: US Dry Natural Gas Demand/supply Forecasts

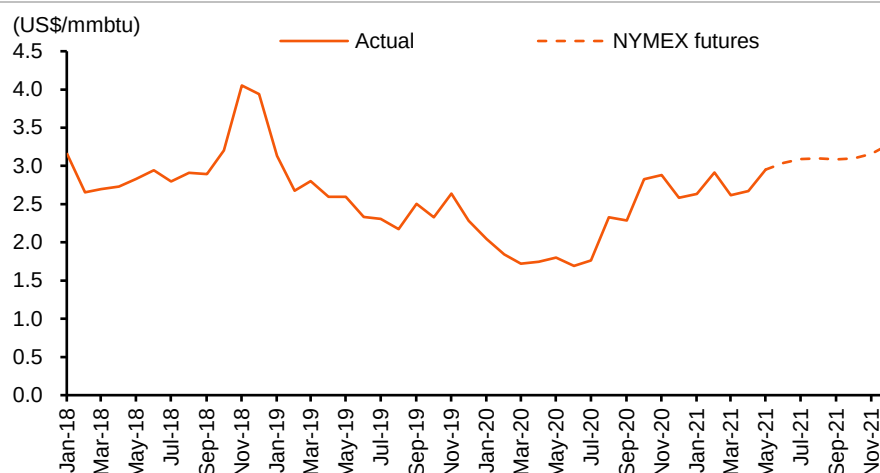
(Bcfd)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Consumption	82.57	85.15	83.25	82.64	82.53
Net exports	1.98	5.24	7.46	10.32	11.46
Total demand	84.55	90.39	90.71	92.96	93.99
Supply	84.31	93.06	91.35	91.06	93.12
Surplus/(deficit)	(0.24)	2.67	0.64	(1.90)	(0.87)

Sources: EIA, Thanachart estimates

Ex 14: US Natural Gas Storage Could Fall Towards Five-year Low By The End Of 2021F

Sources: EIA, Thanachart estimates

Ex 15: US Natural Gas Price At Henry Hub



Sources: EIA, Bloomberg, Thanachart

Ex 16: 12-month DCF-derived TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
Coal EBITDA and equity income	32,541	31,669	32,751	33,536	34,668	35,753	36,953	38,073	38,997	41,081	41,980	-
Free cash flow	5,713	9,618	10,760	11,984	13,252	14,469	15,745	16,986	18,112	19,861	21,065	304,528
PV of free cash flow	5,297	8,269	8,575	8,856	8,976	9,066	9,143	9,143	9,035	9,165	8,766	116,967
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	7.9											
Terminal growth (%)	2.0											
BANPU's sum-of-the-parts valuation												(Bt m)
PV of cash flow												211,259
Less: net debt												137,800
Less: minority interest												36,571
Equity value - coal & gas												36,888
Battery												16,074
Power and others												40,342
Total equity value												93,304
# of Shares												5,162
Total value per share (Bt/sh)												18.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	(34.4)	17.1	12.1	10.4	0.6	0.6	5.2	5.1	6.9	4.9
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	17.6	0.5	0.4	11.5	4.9	0.0	1.2
China Shenhua Energy	601088 CH	China	14.9	1.1	8.9	8.8	1.1	1.0	4.4	4.4	7.2	7.0
Datong Coal Industry	601001 CH	China	94.0	(21.6)	7.6	9.7	1.4	1.2	3.7	4.6	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	29.6	15.2	9.8	8.5	1.7	1.6	5.6	5.6	5.4	5.4
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	0.9	0.9	4.5	4.8	8.5	8.9
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	49.9	11.0	8.0	7.2	1.0	0.9	5.8	5.5	7.2	7.9
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	43.6	(7.6)	7.4	8.0	0.6	0.5	4.5	4.6	4.8	4.8
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	44.3	1.8	6.8	6.6	1.1	1.1	6.4	6.4	9.0	9.1
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	59.5	(1.9)	7.5	7.6	0.6	0.5	5.5	5.4	4.0	3.8
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	73.3	9.6	8.8	8.0	1.1	1.1	3.5	3.4	6.8	11.9
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	33.8	8.4	8.0	7.4	1.4	1.3	4.7	4.4	7.8	9.7
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	67.3	29.3	8.2	6.4	1.1	1.0	4.6	3.6	6.0	7.9
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	na	20.0	9.4	7.8	0.9	0.9	7.2	6.6	5.3	6.4
Average			43.3	6.9	8.5	8.8	1.0	0.9	5.5	5.0	6.1	6.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 17 May 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) เป็นบริษัทถ่านหินชั้นนำของภูมิภาค ผ่านทางการดำเนินงานในอินโดนีเซีย ออสเตรเลีย และจีน นอกจากนี้ยังลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าในประเทศไทย ลาว จีน และญี่ปุ่น เมื่อเร็วๆ นี้บริษัทได้เริ่มลงทุนใน U.S. shale gas รวมทั้งลงทุนในธุรกิจพลังงานใหม่ ได้แก่ แบตเตอรี่ (Durapower) และ EV (Fomm)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

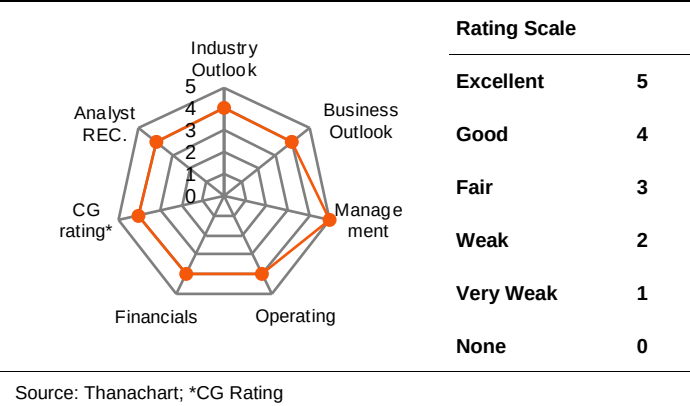
S — Strength

- ความเสียหายจากการดำเนินงานลดลง เนื่องจากทำธุรกิจถ่านหินในหลายประเทศมากขึ้น
- การดำเนินงานมีความมั่นคงกว่าคู่แข่ง ผู้ซึ่งไม่ได้เป็นเจ้าของท่าเรือและ/หรือ โรงไฟฟ้า

O — Opportunity

- BANPU มีเป้าหมายที่จะขยายธุรกิจ US shale gas หลังจากที่ได้สร้างฐานรากที่มั่นคงแล้ว
- ธุรกิจพลังงานใหม่ เช่น แบตเตอรี่ลิเทียมไอออน และรถยนต์ไฟฟ้า (EV) มีศักยภาพในการเติบโตที่แข็งแกร่ง

COMPANY RATING



W — Weakness

- ผลการดำเนินงานมีความผันผวนต่อราคาถ่านหิน
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.33	18.00	35%
Net profit 21F (Bt m)	5,260	6,578	25%
Net profit 22F (Bt m)	5,719	7,892	38%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 3	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด 25-38% ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากมุมมองที่เป็นบวกของเราต่อราคาถ่านหินและก๊าซ
- ตั้งหนี้ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 35%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากราคาถ่านหินหรือก๊าซอ่อนแอกว่าคาดจะเป็น downside ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของธุรกิจไฟฟ้าที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	85,718	71,332	86,154	92,037	90,311
Cost of sales	63,737	57,768	54,735	57,472	57,919
Gross profit	21,981	13,564	31,419	34,566	32,391
% gross margin	25.6%	19.0%	36.5%	37.6%	35.9%
Selling & administration expenses	21,059	17,128	19,489	21,108	20,914
Operating profit	922	(3,564)	11,930	13,458	11,478
% operating margin	1.1%	-5.0%	13.8%	14.6%	12.7%
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,035	17,830
EBITDA	11,457	9,979	27,553	30,492	29,307
% EBITDA margin	13.4%	14.0%	32.0%	33.1%	32.5%
Non-operating income	5,367	2,309	1,128	1,018	1,004
Non-operating expenses	(168)	(199)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,657)	(5,420)	(7,356)	(7,064)	(7,191)
Pre-tax profit	463	(6,874)	5,382	7,092	4,991
Income tax	2,436	269	2,153	2,837	1,996
After-tax profit	(1,973)	(7,143)	3,229	4,255	2,995
% net margin	-2.3%	-10.0%	3.7%	4.6%	3.3%
Shares in affiliates' Earnings	6,444	4,239	5,518	6,302	6,896
Minority interests	(1,905)	(1,217)	(2,169)	(2,665)	(2,367)
Extraordinary items	(2,962)	2,336	0	0	0
NET PROFIT	(395)	(1,786)	6,578	7,892	7,523
Normalized profit	2,567	(4,122)	6,578	7,892	7,523
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	1.3	1.5	1.5
Normalized EPS (Bt)	0.5	(0.8)	1.3	1.5	1.5

We expect a strong earnings turnaround in 2021F followed by further growth in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	41,095	47,301	44,219	46,007	45,585
Cash & cash equivalent	16,388	23,777	16,836	16,836	16,836
Account receivables	7,415	7,482	8,261	8,826	8,660
Inventories	4,782	3,935	4,499	4,724	4,760
Others	12,510	12,107	14,623	15,621	15,328
Investments & loans	49,711	51,389	54,404	58,109	58,705
Net fixed assets	58,796	77,523	82,015	82,110	81,426
Other assets	93,710	105,435	105,620	112,844	110,928
Total assets	243,312	281,648	286,258	299,069	296,644
LIABILITIES:					
Current liabilities:	47,026	66,405	43,699	45,748	43,896
Account payables	1,798	2,025	975	1,023	1,031
Bank overdraft & ST loans	13,716	24,856	15,464	15,730	14,965
Current LT debt	16,417	24,520	11,134	11,325	10,775
Others current liabilities	15,095	15,003	16,126	17,669	17,125
Total LT debt	103,749	112,559	128,039	130,243	123,907
Others LT liabilities	13,084	18,129	23,549	25,167	24,893
Total liabilities	163,859	197,092	195,287	201,158	192,697
Minority interest	18,286	22,211	24,381	27,045	29,413
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,162	5,075	5,162	5,162	5,162
Share premium	15,372	15,372	15,372	15,372	15,372
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(25,675)	(19,348)	(19,348)	(19,348)	(19,348)
Retained earnings	66,308	61,245	65,405	69,679	73,349
Shareholders' equity	61,167	62,344	66,591	70,866	74,535
Liabilities & equity	243,312	281,648	286,258	299,069	296,644

BANPU's leverage remains high but is manageable

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	463	(6,874)	5,382	7,092	4,991
Tax paid	(2,587)	(543)	(2,002)	(2,885)	(1,968)
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,035	17,830
Chg In working capital	3,509	1,006	(2,393)	(740)	137
Chg In other CA & CL / minorities	(7,019)	7,560	3,975	6,894	6,617
Cash flow from operations	4,901	14,692	20,585	27,396	27,606
Capex	(8,995)	(32,269)	(20,000)	(17,000)	(17,000)
Right of use	0	(2,149)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	251	(1,678)	(3,015)	(3,705)	(597)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	21,336	(4,767)	5,420	(5,435)	1,796
Cash flow from investments	12,592	(40,863)	(17,895)	(26,440)	(16,101)
Debt financing	428	30,596	(7,299)	2,662	(7,652)
Capital increase	0	(87)	87	0	0
Dividends paid	(3,613)	(2,030)	(2,419)	(3,618)	(3,854)
Warrants & other surplus	(17,885)	5,080	0	0	0
Cash flow from financing	(21,070)	33,559	(9,630)	(956)	(11,506)
Free cash flow	(4,093)	(17,578)	585	10,396	10,606

We expect cash flows to improve in 2021-22F

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	24.1	na	9.4	7.8	8.2
Normalized PE - at target price (x)	36.2	na	14.1	11.8	12.4
PE (x)	na	na	9.4	7.8	8.2
PE - at target price (x)	na	na	14.1	11.8	12.4
EV/EBITDA (x)	15.7	20.1	7.2	6.6	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	18.4	23.2	8.4	7.7	7.7
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
P/CFO (x)	12.6	4.2	3.0	2.3	2.2
Price/sales (x)	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
Dividend yield (%)	5.0	2.5	5.3	6.4	6.1
FCF Yield (%)	(6.6)	(28.4)	0.9	16.8	17.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	(0.8)	1.3	1.5	1.5
EPS	(0.1)	(0.3)	1.3	1.5	1.5
DPS	0.6	0.3	0.6	0.8	0.7
BV/share	11.8	12.1	12.9	13.7	14.4
CFO/share	0.9	2.8	4.0	5.3	5.3
FCF/share	(0.8)	(3.4)	0.1	2.0	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

BANPU's valuation remains attractive in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(24.0)	(16.8)	20.8	6.8	(1.9)
Net profit (%)	na	na	na	20.0	(4.7)
EPS (%)	na	na	na	20.0	(4.7)
Normalized profit (%)	(74.4)	na	na	20.0	(4.7)
Normalized EPS (%)	(74.4)	na	na	20.0	(4.7)
Dividend payout ratio (%)	(783.6)	(86.7)	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.6	19.0	36.5	37.6	35.9
Operating margin (%)	1.1	(5.0)	13.8	14.6	12.7
EBITDA margin (%)	13.4	14.0	32.0	33.1	32.5
Net margin (%)	(2.3)	(10.0)	3.7	4.6	3.3
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.9	1.7	1.6	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	1.6	1.9	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.8	3.7	4.3	4.1
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	2.3	2.7	2.5
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	10.2	11.5	10.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	5.0	6.2	4.1
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	7.1	na	14.8	15.4	13.5
- leverage (x)	3.6	4.3	4.4	4.3	4.1
- interest burden (%)	7.6	472.7	42.3	50.1	41.0
- tax burden (%)	na	na	60.0	60.0	60.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	(2.0)	(2.0)	3.6	4.0	3.3
NOPAT (Bt m)	(3,927)	(3,564)	7,158	8,075	6,887
invested capital (Bt m)	178,661	200,502	204,391	211,327	207,345

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect ROE to improve to double-digit levels in 2021-22F

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 69 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BGR16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ห่มศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: ** บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: ** บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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