

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 23.00 (From: Bt 18.00)
Upside : 50.3%

16 JUNE 2021

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

แนวโน้มแข็งแกร่ง

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 23 บาท เนื่องจากเราเห็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง ซึ่งจะหนุนราคาถ่านหินและก๊าซในปัดต่อไป นอกจากนี้เรายังคาดว่า BANPU จะประสบความสำเร็จในการเปลี่ยนผ่านไปสู่ธุรกิจพลังงานสะอาด



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง

เรามองว่า BANPU เป็นผู้ได้ประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างในธุรกิจหลักของบริษัท ประการแรก เราคาดว่าอุปทานถ่านหินจะถูกกดทอนลงไปอีกไม่กี่ปีข้างหน้า โดยผู้ผลิตรายใหญ่จะทยอยลดการผลิตเพื่อให้บรรลุเป้าหมายในเรื่องการปล่อยมลพิษ ประการที่สอง การเปลี่ยนไปบริโภคก๊าซธรรมชาติที่มากขึ้น โดยเฉพาะในเอเชีย ซึ่งเป็นปัจจัยขับเคลื่อนความต้องการส่งออก US LNG ประการสุดท้าย การเติบโตของการลงทุนในพลังงานทดแทนสร้างโอกาสให้กับ BANPU ในการรุกไปยังพลังงานสะอาดมากขึ้น เราเชื่อว่าแนวโน้มเหล่านี้จะดำเนินอยู่ และจะทำให้ราคาถ่านหินและก๊าซผันผวนน้อยลง

คาร์บอนจำกัดการลงทุนในถ่านหิน

เราปรับสมมติฐานราคาถ่านหินขึ้น US\$5/ton เป็น US\$90/85/80/ton ในปี 2021-23F เนื่องจากเราคาดว่าอุปทานถ่านหิน (seaborne coal) จะยังคงตึงตัวในระยะยาว ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญสองประการ ได้แก่ ประการแรก บริษัททำเหมืองให้ความสำคัญกับการทำให้คาร์บอนเป็นกลางมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงทางความคิดนี้หมายความว่าอุปทานถ่านหินอาจไม่อยู่ภายใต้การเคลื่อนไหวของราคาอีกต่อไป ซึ่งหมายความว่าไม่ม่ว่าราคาจะสูงแค่ไหน กำลังการผลิตใหม่ก็จะถูกจำกัดอยู่เสมอ ตัวอย่างเช่น Glencore ซึ่งเป็นผู้ขุดถ่านหินรายใหญ่ที่สุดในออสเตรเลีย คาดว่าจะลดการผลิตลง 55 ล้านตัน ภายในปี 2035 ซึ่งคิดเป็นการลดลง 40% จากการผลิตในปี 2019 การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือการจัดหาเงินทุน เนื่องจากธนาคารและนักลงทุนเสี่ยงการลงทุนในถ่านหิน ชัฟฟาลายจึงมาจากเหมืองที่มีอยู่เท่านั้น ซึ่งเป็นการจำกัดผู้เข้ามาใหม่ที่มีศักยภาพ และ/หรือ การขยายตัวโดยผู้เล่นที่มีอยู่ในปัจจุบันเนื่องจากความต้องการถ่านหินคาดว่าจะเติบโต (แม้ว่าจะช้า) ต่อเนื่องไปจนถึงอย่างน้อยปี 2025F ข้อจำกัดด้านอุปทานจึงอาจทำให้ราคาสูงขึ้น

การส่งออก US LNG มีแนวโน้มแข็งแกร่ง

เราเห็นตลาดก๊าซธรรมชาติของสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่เป็นบวกมากขึ้น และปรับเพิ่มสมมติฐานราคาก๊าซ Henry Hub ของเราขึ้น US\$0.1/mmbtu เป็น US\$3.1/mmbtu ในปี 2021-23F เราเชื่อว่าปัจจัยผลักดันที่ใหญ่ที่สุดคือความต้องการส่งออก LNG ที่เพิ่มขึ้น เราเชื่อว่าการส่งออก LNG โดยเฉพาะไปยังเอเชียสามารถเติบโตได้หลายเท่าในปีต่อๆ ไป เนื่องจากต้นทุนที่ต่ำของสหรัฐฯ และความต้องการที่สูงในเอเชีย นอกจากนี้เรายังคาดว่าราคา net-back ของ Henry Hub อาจสูงถึง US\$6/mmbtu ในวันที่โดยอิงจากราคา LNG ในเอเชีย

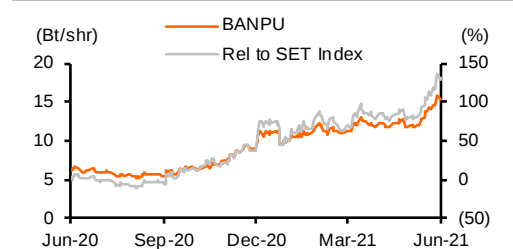
โอกาสในการเติบโตในพลังงานสะอาด

BANPU เดินหน้าสานต่อแนวทางพลังงานที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม เพื่อขยายพอร์ตธุรกิจ โดยล่าสุดบริษัทฯ ได้ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 2 แห่งในประเทศออสเตรเลีย โดย BANPU เอง (ไม่ใช่ BPP) ถือหุ้นหลัก 90% เราเชื่อว่าสิ่งนี้บ่งบอกถึงทิศทางในอนาคตของบริษัทฯ ที่หันไปรุกพลังงานสะอาดโดยตรง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	71,332	89,366	96,240	94,547
Net profit	(1,786)	7,533	9,207	8,829
Consensus NP	—	6,564	6,409	6,874
Diff frm cons (%)	—	14.8	43.7	28.4
Norm profit	(4,122)	7,533	9,207	8,829
Prev. Norm profit	—	6,578	7,892	7,523
Chg frm prev (%)	—	14.5	16.7	17.4
Norm EPS (Bt)	(0.8)	1.5	1.8	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	22.2	(4.1)
Norm PE (x)	na	10.3	8.4	8.8
EV/EBITDA (x)	21.7	7.2	6.4	6.4
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
Div yield (%)	2.0	4.9	5.9	5.7
ROE (%)	na	11.6	13.2	11.9
Net D/E (%)	163.4	147.9	139.5	123.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Jun-21 (Bt)	15.30
Market Cap (US\$ m)	2,491.1
Listed Shares (m shares)	5,074.6
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	38.2
12M Price H/L (Bt)	15.80/5.25
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkit family 9.62%

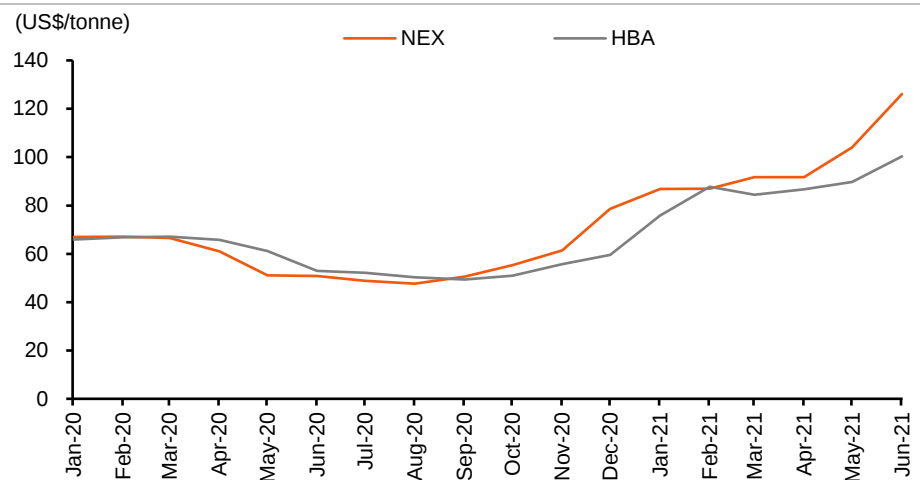
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Major Miners Are Exiting Coal Or Planning To Substantially Reduce Coal Output

Company	Coal exit date	Note
Rio Tinto	2017	Rio Tinto was the first major miner to completely exit thermal coal
BHP	2022	BHP plans to exit coal in two years via a de-merger or asset sales
Anglo American	2023	AA plans to divest its S. African and Colombian mines by mid-2023
Glencore	-	Glencore plans to cut production by 40% by 2035 vs. the 2019 level

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Newcastle Export Index (NEX) And Indonesia's HBA Coal Price Benchmark

Sources: Company data, Thanachart

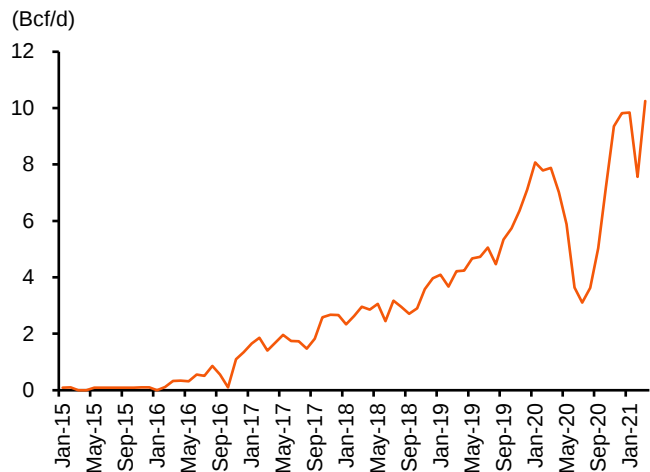
Ex 3: Over 140 Financial Institutions Worldwide Have Placed Curbs On Coal Financing

Company	Country	Coal financing restrictions
CBA	Australia	Zero thermal coal exposure by 2030
NAB	Australia	Excludes thermal coal mining
Westpac	Australia	No financing for both coal mining and coal-fired power plants
BNP Paribas	France	Both coal mining and coal-fired power plants
Credit Agricole	France	Both coal mining and coal-fired power plants
SocGen	France	Both coal mining and coal-fired power plants
Deutsche Bank	Germany	Both coal mining and coal-fired power plants
Commerzbank	Germany	Both coal mining and coal-fired power plants
MUFG	Japan	No new financing for coal mining and coal-fired power plants
Mizuho	Japan	Ending all loans for coal by 2050
Banco Santander	Spain	Stop financial services for coal mining and power plants by 2030
HSBC	UK	No new project financing
Barclays	UK	Both coal mining and coal-fired power plants
Lloyds	UK	Both coal mining and coal-fired power plants
JP Morgan Chase	US	Will not refinance loans or existing coal plants
Citi	US	No new project financing for new coal mines or expansions

Sources: IEEFA, Thanachart

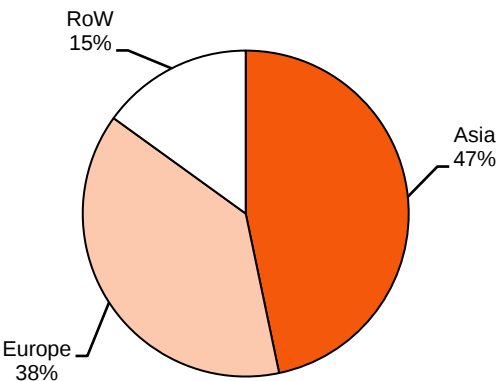
Note: This is a non-exhaustive list

Ex 4: US LNG Exports



Sources: EIA, Thanachart

Ex 5: Asia Made Up Half Of All US LNG Exports In 2020



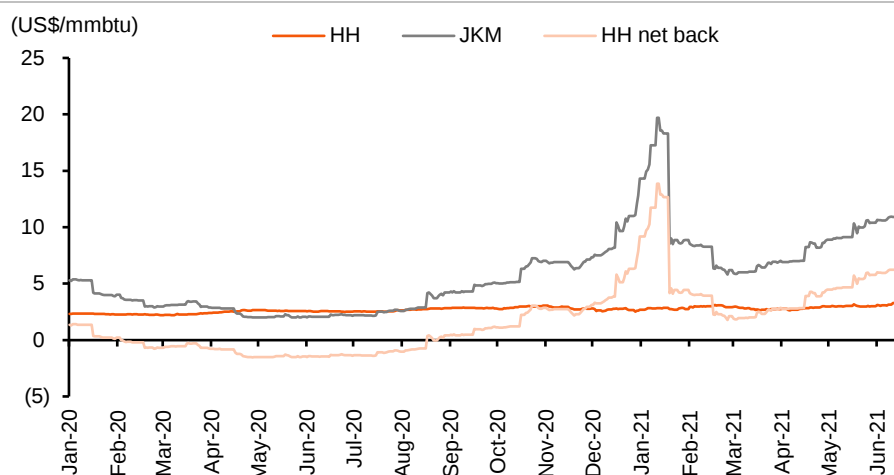
Sources: EIA, Thanachart

Ex 6: US LNG Projects

Project	Location	Capacity
In operation		
Trans-Foreland	Kenai, AK	0.20
Cheniere/Sabine Pass LNG Trains 1-5	Sabine Pass, LA	3.50
Dominion-Cove Point	Covepoint, MD	0.82
Cheniere/Corpus Christi LNG Trains 1-3	Corpus Christi, TX	2.16
Sempra-Cameron LNG Trains 1-3	Hackberry, LA	2.15
Southern LNG	Elba Island, GA	0.35
Freeport LNG Trains 1-3	Freeport, TX	2.13
Total in operation		11.31
Under construction		
Cheniere/Sabine Pass LNG Train 6	Sabine Pass, LA	0.70
Venture Global Calcasieu Pass	Cameron Parish, LA	1.41
Exxonbile-Golden Pass	Sabine Pass, LA	2.26
Driftwood LNG	Calcasieu, LA	4.00
Total under construction		8.37
Approved, not under construction		
Lake Charles LNG	Lake Charles, LA	2.20
Magnolia LNG	Lake Charles, LA	1.19
Sempra-Cameron LNG Trains 4-5	Hackberry, LA	1.41
Port Arthur LNG Trains 1-2	Port Arthur, LA	1.86
Freeport LNG Train 4	Freeport, TX	0.72
Gulf LNG	Pascagoula, MS	1.50
Eagle LNG Partners	Jacksonville, FL	0.13
Venture Global LNG	Plaquemines Parish, LA	3.40
Texas LNG Brownsville	Brownsville, TX	0.55
Rio Grande LNG-Next Decade	Brownsville, TX	3.60
Cheniere/Corpus Christi LNG	Corpus Christi, LA	1.86
Jordan Cove	Coos Bay, OR	1.08
Alaska Gasline	Nikiski, AK	2.63
Total approved, not under construction		22.13

Source: FERC

Ex 7: US Gas Price At Henry Hub Vs. Asian Spot LNG Price (JKM) & HH Net-Back Price



Sources: Company data, Thanachart

Ex 8: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
New					
Newcastle coal price	(US\$/tonne)	90.0	85.0	80.0	80.0
Henry Hub gas price	(US\$/mmbtu)	3.1	3.1	3.1	3.1
Old					
Newcastle coal price	(US\$/tonne)	85.0	80.0	75.0	75.0
Henry Hub gas price	(US\$/mmbtu)	3.0	3.0	3.0	3.0
Change					
Newcastle coal price	(US\$/tonne)	5.0	5.0	5.0	5.0
Henry Hub gas price	(US\$/mmbtu)	0.1	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Earnings Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS				TP
	2021F	2022F	2023F	2024F	
New	1.48	1.81	1.74	1.76	23.00
Old	1.27	1.53	1.46	1.48	18.00
Change (%)	16.5	18.7	19.4	19.0	27.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 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	35,806	35,150	36,413	37,366	38,552	39,688	40,938	42,105	43,074	45,202	46,142	-
Free cash flow	5,613	9,817	11,140	12,691	14,069	15,381	16,751	18,086	19,304	21,144	22,437	324,367
PV of free cash flow	5,204	8,440	8,878	9,378	9,529	9,637	9,728	9,735	9,630	9,757	9,338	124,588
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												223,842
Less: net debt												136,187
Less: minority interest												37,277
Equity value - coal & gas												50,378
Battery												16,074
Power and others												48,539
Total equity value												114,992
# of Shares												5,075
Total value per share (Bt/sh)												23.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: 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	(15.6)	11.9	14.4	12.8	0.9	0.9	6.5	6.6	5.0	4.5
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	15.8	0.7	0.6	15.4	5.5	0.0	1.4
China Shenhua Energy	601088 CH	China	17.0	1.2	8.9	8.8	1.1	1.0	4.3	4.3	7.7	7.4
Datong Coal Industry	601001 CH	China	na	(3.5)	6.4	6.6	1.4	1.2	3.1	3.1	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	19.9	12.3	10.7	9.6	1.7	1.6	4.3	4.3	5.3	5.3
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	0.9	0.8	na	na	4.9	5.4
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	56.0	11.4	8.2	7.4	1.1	1.0	5.8	5.4	7.2	7.7
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	56.4	0.8	8.4	8.3	0.8	0.8	5.0	5.0	4.8	5.3
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	45.5	0.9	7.6	7.5	1.2	1.1	6.4	6.5	7.2	7.3
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	75.8	(5.8)	7.0	7.4	0.6	0.6	5.1	5.1	4.1	3.9
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	na	(2.9)	7.7	7.9	1.3	1.3	3.4	3.6	7.4	10.5
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	33.7	(1.1)	8.0	8.1	1.4	1.3	4.7	4.6	6.2	7.7
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	85.2	21.1	8.7	7.2	1.4	1.3	5.2	4.5	9.1	10.0
Banpu Plc *	BANPU TB	Thailand	na	22.2	10.3	8.4	1.2	1.1	7.2	6.4	4.9	5.9
Average			41.5	5.7	8.8	8.9	1.1	1.0	5.9	5.0	5.7	6.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 16 June 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

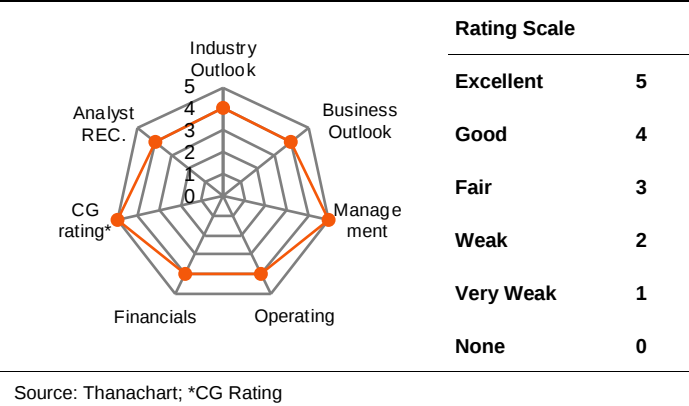
S — Strength

- ความเสี่ยงทางการดำเนินงานลดลง 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

- ภัยคุกคามหลักต่อการดำเนินงานถ่านหิน คือการใช้พลังงานทดแทน เช่น ก๊าซและพลังงานทดแทน
- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.25	23.00	51%
Net profit 21F (Bt m)	6,564	7,533	15%
Net profit 22F (Bt m)	6,409	9,207	44%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 3	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด 15 และ 44% ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากสมมติฐานราคาถ่านหินที่สูงขึ้น
- ดัชนีราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 51%

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	89,366	96,240	94,547
Cost of sales	63,737	57,768	55,324	58,123	58,573
Gross profit	21,981	13,564	34,042	38,118	35,975
% gross margin	25.6%	19.0%	38.1%	39.6%	38.0%
Selling & administration expenses	21,059	17,128	19,762	21,495	21,301
Operating profit	922	(3,564)	14,280	16,622	14,674
% operating margin	1.1%	-5.0%	16.0%	17.3%	15.5%
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,134	18,115
EBITDA	11,457	9,979	29,903	33,757	32,788
% EBITDA margin	13.4%	14.0%	33.5%	35.1%	34.7%
Non-operating income	5,367	2,309	1,154	1,052	1,038
Non-operating expenses	(168)	(199)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,657)	(5,420)	(7,356)	(6,991)	(7,173)
Pre-tax profit	463	(6,874)	7,758	10,363	8,239
Income tax	2,436	269	3,103	4,145	3,296
After-tax profit	(1,973)	(7,143)	4,655	6,218	4,943
% net margin	-2.3%	-10.0%	5.2%	6.5%	5.2%
Shares in affiliates' Earnings	6,444	4,239	5,518	6,302	6,896
Minority interests	(1,905)	(1,217)	(2,640)	(3,312)	(3,011)
Extraordinary items	(2,962)	2,336	0	0	0
NET PROFIT	(395)	(1,786)	7,533	9,207	8,829
Normalized profit	2,567	(4,122)	7,533	9,207	8,829
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	1.5	1.8	1.7
Normalized EPS (Bt)	0.5	(0.8)	1.5	1.8	1.7

*Strong earnings
turnaround in 2021-22F
driven by higher coal and
gas prices*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	41,095	47,301	45,120	47,176	46,764
Cash & cash equivalent	16,388	23,777	16,836	16,836	16,836
Account receivables	7,415	7,482	8,569	9,229	9,066
Inventories	4,782	3,935	4,547	4,777	4,814
Others	12,510	12,107	15,168	16,335	16,047
Investments & loans	49,711	51,389	54,404	58,109	58,705
Net fixed assets	58,796	77,523	82,015	84,010	85,041
Other assets	93,710	105,435	105,620	113,736	111,934
Total assets	243,312	281,648	287,159	303,031	302,444
LIABILITIES:					
Current liabilities:	47,026	66,405	44,031	46,496	44,733
Account payables	1,798	2,025	985	1,035	1,043
Bank overdraft & ST loans	13,716	24,856	15,302	15,690	14,979
Current LT debt	16,417	24,520	11,018	11,297	10,785
Others current liabilities	15,095	15,003	16,726	18,474	17,926
Total LT debt	103,749	112,559	126,703	129,912	124,024
Others LT liabilities	13,084	18,129	24,341	26,205	25,939
Total liabilities	163,859	197,092	195,076	202,613	194,695
Minority interest	18,286	22,211	24,851	28,163	31,174
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,162	5,075	5,075	5,075	5,075
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	66,134	71,156	75,476
Shareholders' equity	61,167	62,344	67,233	72,255	76,575
Liabilities & equity	243,312	281,648	287,159	303,031	302,444

*We expect leverage to
gradually come down*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	463	(6,874)	7,758	10,363	8,239
Tax paid	(2,587)	(543)	(2,942)	(4,193)	(3,266)
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,134	18,115
Chg In working capital	3,509	1,006	(2,739)	(839)	133
Chg In other CA & CL / minorities	(7,019)	7,560	4,019	6,931	6,606
Cash flow from operations	4,901	14,692	21,719	29,396	29,827
Capex	(8,995)	(32,269)	(20,000)	(19,000)	(19,000)
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)	6,213	(6,082)	1,691
Cash flow from investments	12,592	(40,863)	(17,103)	(29,087)	(18,206)
Debt financing	428	30,596	(8,912)	3,876	(7,112)
Capital increase	0	(87)	0	0	0
Dividends paid	(3,613)	(2,030)	(2,645)	(4,185)	(4,509)
Warrants & other surplus	(17,885)	5,080	0	0	0
Cash flow from financing	(21,070)	33,559	(11,557)	(309)	(11,621)
Free cash flow	(4,093)	(17,578)	1,719	10,396	10,827

BANPU generates high cash flows from operation

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	30.8	na	10.3	8.4	8.8
Normalized PE - at target price (x)	46.3	na	15.5	12.7	13.2
PE (x)	na	na	10.3	8.4	8.8
PE - at target price (x)	na	na	15.5	12.7	13.2
EV/EBITDA (x)	17.1	21.7	7.2	6.4	6.4
EV/EBITDA - at target price (x)	20.6	25.6	8.5	7.6	7.6
P/BV (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
P/CFO (x)	16.1	5.3	3.6	2.6	2.6
Price/sales (x)	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	3.9	2.0	4.9	5.9	5.7
FCF Yield (%)	(5.2)	(22.4)	2.2	13.4	13.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	(0.8)	1.5	1.8	1.7
EPS	(0.1)	(0.3)	1.5	1.8	1.7
DPS	0.6	0.3	0.7	0.9	0.9
BV/share	11.8	12.3	13.2	14.2	15.1
CFO/share	0.9	2.9	4.3	5.8	5.9
FCF/share	(0.8)	(3.4)	0.3	2.0	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

BANPU looks attractive at current valuation

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(24.0)	(16.8)	25.3	7.7	(1.8)
Net profit (%)	na	na	na	22.2	(4.1)
EPS (%)	na	na	na	22.2	(4.1)
Normalized profit (%)	(74.4)	na	na	22.2	(4.1)
Normalized EPS (%)	(74.4)	na	na	22.2	(4.1)
Dividend payout ratio (%)	(783.6)	(85.2)	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.6	19.0	38.1	39.6	38.0
Operating margin (%)	1.1	(5.0)	16.0	17.3	15.5
EBITDA margin (%)	13.4	14.0	33.5	35.1	34.7
Net margin (%)	(2.3)	(10.0)	5.2	6.5	5.2
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	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	1.9	2.4	2.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.8	4.1	4.8	4.6
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	2.6	3.1	2.9
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	11.6	13.2	11.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	7.2	8.9	6.6
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	7.1	na	16.9	18.0	16.3
- leverage (x)	3.6	4.3	4.4	4.2	4.1
- interest burden (%)	7.6	472.7	51.3	59.7	53.5
- 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)	4.3	4.9	4.1
NOPAT (Bt m)	(3,927)	(3,564)	8,568	9,973	8,804
invested capital (Bt m)	178,661	200,502	203,420	212,318	209,526

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect improvement
in operating metrics due
mainly to higher coal and
gas prices*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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 จำนวน 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCQ, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันใต้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันใต้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการกุล, 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
สิทธิเชษฐ 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, แพลตฟอร์ม
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี 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 ลิมาวงษ์ปราณี
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