

BUY (Unchanged)

New Information

TP: Bt 23.00 (Unchanged)

Upside : 71.6%

7 JULY 2021

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

รายการเปลี่ยนผ่านธุรกิจ

เราคำนวณค่า "ซื้อ" ราคาเป้าหมายก่อนเพิ่มทุนที่ 23 บาท เราเชื่อว่า BANPU ปรับตัวลงมากแล้วหลังประกาศเพิ่มทุน เรายังคงเห็นแนวโน้มของธุรกิจที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ และมองว่าหุ้นมีมูลค่าที่น่าสนใจที่ PE ของถ่านหินและก๊าซก่อนเพิ่มทุนอยู่ที่เพียง 4 เท่า และหลังเพิ่มทุนที่ 7 เท่า ในปี 2022F



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

ราคาหุ้นปรับตัวลงมากแล้ว

เราเชื่อว่าหุ้น BANPU ปรับตัวลงมากแล้วหลังประกาศเพิ่มทุน เนื่องจากประการแรก การเพิ่มทุนช่วยลดผลของ dilution ในระยะสั้น ประการที่สอง เราเชื่อว่าเงินทุนเพิ่มเติมนี้ไว้เพื่อการลงทุนมากกว่าการเสริมความแข็งแกร่งของงบดุล ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่าจะเกิด EPS dilution ที่จำกัด และสุดท้าย เราคิดว่าจะช่วยหนุนการเปลี่ยนผ่านธุรกิจของ BANPU ให้เร็วขึ้น เนื่องจากความสำเร็จในการควบรวมและซื้อกิจการล่าสุดของผู้บริหาร ได้แก่ การเข้าสู่ธุรกิจแบตเตอรี่ตั้งแต่เนิ่นๆ รวมถึง การลงทุนในก๊าซของสหรัฐฯ ในช่วงต่ำสุดของวงจรการเติบโต เราจึงมั่นใจมากขึ้นต่อการเดินทางกลยุทธ์ Greener & Smarter ของ BANPU

มูลค่ายุติธรรมหลังเพิ่มทุนอยู่ที่ 16.5 บาท

เราเลือกที่จะคงราคาเป้าหมายของเราก่อนเพิ่มทุนที่ 23 บาท และคำนวณมูลค่ายุติธรรมหลังเพิ่มทุนได้ที่ 16.5 บาท เราได้แสดงรายละเอียดการคำนวณของเราไว้ใน Exhibits 3 และ 4 ภายใต้ประมาณการของเรา การดำเนินการถ่านหินและก๊าซซื้อขายที่เพียง 4 เท่า 2022F P/E; และแม้จะสมมติให้มี dilution จากการเพิ่มทุน ถ่านหินและก๊าซก็ยังซื้อที่ PE เพียง 7 เท่า เท่านั้น และตัวมี upside risks จากคาดการณ์กำไรของ เราจึงมองว่าระดับ PE เหล่านี้ทำให้หุ้นมีความน่าสนใจอย่างมาก

เป้าหมายการลงทุน

ผู้บริหารยังคงมุมมองว่า สหรัฐฯ และออสเตรเลีย ยังคงเป็นจุดหมายปลายทางที่น่าสนใจสำหรับการลงทุน สำหรับสหรัฐฯ บริษัทฯ กำลังมองหาโอกาสในการลงทุนในส่วนของการส่งก๊าซและโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง โดยเน้นที่เท็กซัส ซึ่ง BANPU มีการดำเนินงานก๊าซต้นน้ำขนาดใหญ่อยู่แล้ว (Barnett shale) สำหรับออสเตรเลีย บริษัทฯ ยังคงมองหาโอกาสในด้านพลังงานทดแทนหลังจากการซื้อโซลาร์ฟาร์มเมื่อเดือนที่แล้ว การลงทุนเหล่านี้จะเป็นการสานต่อการเปลี่ยนผ่านธุรกิจของ BANPU ที่ซึ่งมากกว่า 90% ของเงินลงทุนถูกจัดสรรให้กับการลงทุนที่ไม่ใช่ถ่านหินในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา การเปลี่ยนผ่านธุรกิจของ BANPU ไปบริษัทที่ดำเนินธุรกิจพลังงานสะอาด จะทำให้ EBITDA มาจากธุรกิจที่ไม่ใช่ถ่านหินในสัดส่วน 50% หรือมากกว่า ภายในปี 2025F

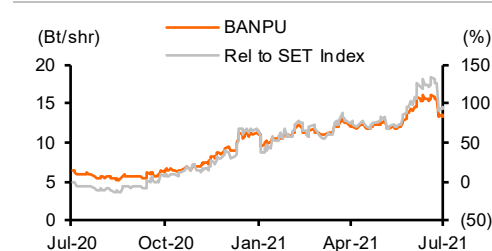
ราคาถ่านหิน และก๊าซมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

เรายังคงเห็นแนวโน้มการดำเนินงานถ่านหินและก๊าซที่แข็งแกร่งของ BANPU ราคาถ่านหินทำสถิติใหม่ด้วยการฟื้นตัวของอุปสงค์ที่แข็งแกร่งและอุปทานที่มีจำกัด เราเชื่อว่าตลาดจะยังคงตึงตัวในอนาคตอันใกล้ สมมติฐานราคาถ่านหิน NEX ของเราอยู่ที่ US\$90 และ US\$85/ton ในปี 2021-22F เทียบกับราคาสปอตที่ US\$140/ton ในทำนองเดียวกัน ราคาก๊าซธรรมชาติของสหรัฐฯ ยังคงปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ด้วยปริมาณการเก็บเพิ่มที่น้อยกว่าค่าเฉลี่ย และสินค้าคงคลังก๊าซที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย เราเห็นโอกาสสูงที่ราคาก๊าซจะแตะ US\$4-5/mmbtu เนื่องจากตลาดเริ่มรับรู้ถึงความเป็นไปได้ที่อุปทานอาจขาดแคลนในฤดูหนาวนี้ เราสมมติให้ราคาก๊าซอยู่ที่เพียง US\$3.1/mmbtu เทียบกับราคาสปอตที่ราว US\$3.7/mmbtu

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	—	7,289	7,019	6,906
Diff frm cons (%)	—	3.4	31.2	27.9
Norm profit	(4,122)	7,533	9,207	8,829
Prev. Norm profit	—	7,533	9,207	8,829
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	(0.8)	1.5	1.8	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	22.2	(4.1)
Norm PE (x)	na	9.0	7.4	7.7
EV/EBITDA (x)	20.7	6.8	6.2	6.1
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	2.2	5.5	6.8	6.5
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 7-Jul-21 (Bt)	13.40
Market Cap (US\$ m)	2,107.1
Listed Shares (m shares)	5,074.6
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	47.1
12M Price H/L (Bt)	16.00/5.25
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkit family 9.62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

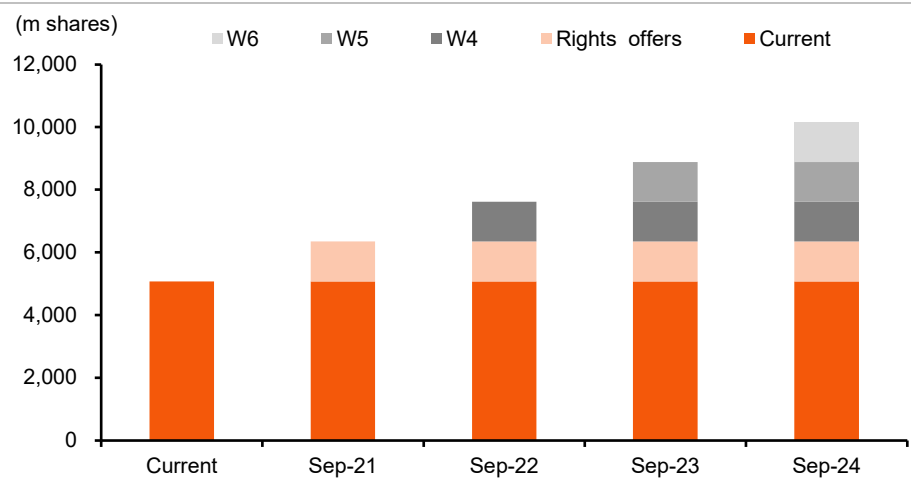
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: BANPU's Rights Offering And Warrants

Type of securities	Offered to	# of securities (millions)	Ratio	Offering / exercise price (Bt)	Subscription / exercise date
New shares	Exiting shareholders	1268.645	4 existing shares : 1 new share	5.0	6-17 Sep 2021
Warrants (BANPU-W4)	Subscribers of new shares	1268.645	1 new share : 1 warrant	5.0	1 year after issuance
Warrants (BANPU-W5)	Subscribers of new shares	1268.645	1 new share : 1 warrant	7.5	2 years after issuance
Warrants (BANPU-W6)	Subscribers of new shares	1268.645	1 new share : 1 warrant	7.5	3 years after issuance

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Expected Number Of Shares Assuming Full Dilution

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BANPU-W4, W5, W6 Valuations Assuming Post Rights Offering Dilution Price Of Bt10.8

Warrant	Strike (Bt)	Expiry (Years)	Volatility (%)	Risk free (%)	Div. yield (%)	Value (Bt)	# shares (m shares)	Total value (Bt m)
W4	5.0	1.25	50%	0.50%	4.40%	5.43	1268.6	6,889
W5	7.5	2.25	50%	0.52%	4.90%	3.77	1268.6	4,783
W6	7.5	3.25	50%	0.58%	5.00%	3.87	1268.6	4,910
Total								16,581

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BANPU's Valuation Per Share Ex-Rights

	Value (Bt m)
Current equity value	114,992
Capital from rights offering	6,343
Subtract warrants' value	(16,581)
Equity value ex-rights	104,754
Total number of shares ex-rights	6,344
Valuation ex-rights	16.51

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BANPU's Targeted Investments And Returns

Investment type	Targeted returns	Potential areas of investments
Energy resources	>15%	US (natural gas)
Gas-fired power plants	10-11%	US
Renewable power	8-9%	US, Australia

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Implied PE For Coal & Gas Operation In The Single-Digit Range

	2021F	2022F	2023F	2024F
Net profit (Bt m)				
Power	2,934	3,298	3,512	3,496
Coal & gas	4,599	5,909	5,317	5,453
Total	7,533	9,207	8,829	8,949

PE current (x)

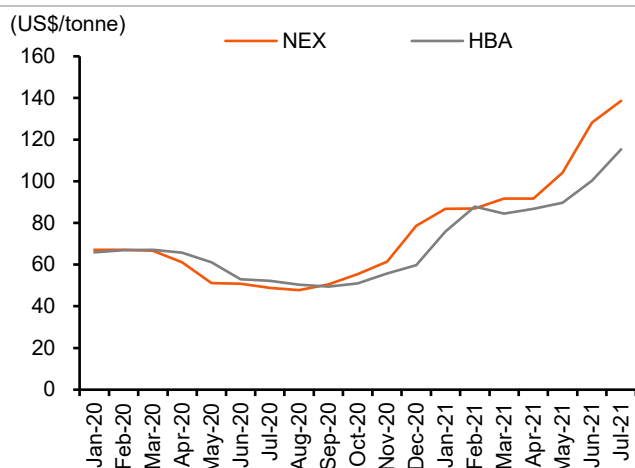
Power	14.6	13.0	12.2	12.3
Coal & gas	5.5	4.3	4.7	4.6
Total	9.0	7.4	7.7	7.6

PE ex-rights* (x)

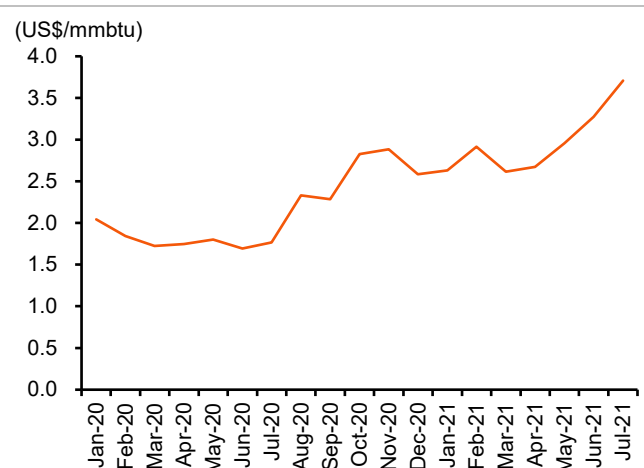
Power	14.6	13.0	12.2	12.3
Coal & gas	9.2	7.1	7.9	7.7
Total	11.3	9.2	9.6	9.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Assuming dilution from rights offering and no new earnings from capital raised

Ex 7: Coal Price At Over 10-Year High

Sources: Company data, Thanachart

Ex 8: US Gas Price Has Surged

Sources: Company data, Thanachart

Ex 9: 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 10: 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	6.3	31.2	10.8	8.3	0.9	0.8	5.4	4.9	7.3	7.5
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	11.2	0.7	0.6	13.6	5.0	0.0	2.0
China Shenhua Energy	601088 CH	China	17.0	0.7	8.6	8.6	1.1	1.0	4.1	4.2	7.8	7.4
Datong Coal Industry	601001 CH	China	na	(2.8)	5.1	5.2	1.3	1.0	2.6	2.7	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	19.9	12.3	10.5	9.3	1.7	1.6	4.2	4.3	5.4	5.4
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	0.9	0.8	na	na	5.2	5.8
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	56.0	11.4	7.6	6.8	1.0	0.9	5.5	5.2	7.8	8.3
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	56.4	0.8	8.4	8.4	0.8	0.8	5.0	5.0	4.8	5.2
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	51.0	(1.4)	7.0	7.1	1.2	1.1	5.8	6.3	7.9	7.7
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	94.0	(10.4)	5.9	6.5	0.5	0.5	4.8	4.8	5.0	4.4
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	na	(6.2)	7.2	7.6	1.2	1.2	3.2	3.5	8.8	11.3
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	38.8	(2.9)	7.1	7.4	1.3	1.2	4.3	4.2	6.7	8.1
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	85.2	21.1	9.7	8.0	1.6	1.4	5.7	4.9	8.1	9.0
Banpu Plc *	BANPU TB	Thailand	na	22.2	9.0	7.4	1.0	0.9	6.8	6.2	5.5	6.8
Average			47.2	6.3	8.1	7.8	1.1	1.0	5.5	4.7	6.2	6.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 7 July 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

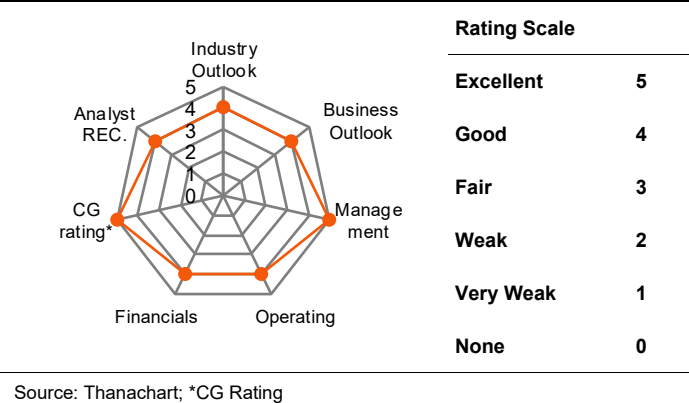
S — Strength

- 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

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.59	23.00	48%
Net profit 21F (Bt m)	7,289	7,533	3%
Net profit 22F (Bt m)	7,019	9,207	31%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 3	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด 3 และ 31% ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากสมมติฐานราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 48% เนื่องจากเราไม่รวมผลจาก dilution จากการเพิ่มทุน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากราคาถ่านหินหรือก๊าซอ่อนแอกว่าคาดจะเป็น downside ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของธุรกิจไฟฟ้าที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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*

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

*Leverage is not a
problem with strong
earnings*

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 to support future capex

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	26.9	na	9.0	7.4	7.7
Normalized PE - at target price (x)	46.3	na	15.5	12.7	13.2
PE (x)	na	na	9.0	7.4	7.7
PE - at target price (x)	na	na	15.5	12.7	13.2
EV/EBITDA (x)	16.3	20.7	6.8	6.2	6.1
EV/EBITDA - at target price (x)	20.6	25.6	8.5	7.6	7.6
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
P/CFO (x)	14.1	4.7	3.1	2.3	2.3
Price/sales (x)	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
Dividend yield (%)	4.5	2.2	5.5	6.8	6.5
FCF Yield (%)	(5.9)	(25.6)	2.5	15.3	15.9
(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 is among the cheapest in the energy space on a PE basis

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 both margin and ROE expansion on an improving earnings outlook

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , ADVA16C2110A , AEON16C2108A , AOT16C2109A , BAM16C2107A , BAM16C2110A , BANP16C2107A , BANP16C2109A , BANP16C2110A , BCH16C2109A , BDMS16C2107A , BDMS16C2109A , BGRI16C2110A , BH16C2109A , CBG16C2108A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , COM716C2107A , COM716C2110A , CPAL16C2109A , CPF16C2107A , CPF16C2108A , CPN16C2109A , DELT16C2108A , DELT16C2109A , EA16C2107A , EA16C2108A , EA16C2110A , EGCO16C2110A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2110A , GULF16C2107A , GUNK16C2108A , GUNK16C2110A , HANA16C2107A , IRPC16C2108A , IRPC16C2110A , IVL16C2107A , IVL16C2109A , IVL16C2110A , JMT16C2110A , KBAN16C2107A , KBAN16C2108A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , KCE16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , MINT16C2107A , MINT16C2109A , MTC16C2108A , MTC16C2109A , OR16C2107A , OR16C2108A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2107A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , PTTG16C2108A , PTTG16C2110A , RBF16C2110A , RS16C2108A , RS16C2109A , S5016C2109A , S5016C2109B , S5016P2109A , S5016P2109B , SAWA16C2107A , SCGP16C2107A , SCGP16C2109A , STA16C2107A , STEC16C2110A , TASC16C2107A , TASC16C2109A , TQM16C2108A , TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 มีการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิ ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิजारุน, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณา rayณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลากินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@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