

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 16.00 (From: Bt 23.00)
Upside : 58.4%

19 AUGUST 2021

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

แนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง

เราลดคำแนะนำ "ซื้อ" BANPU และปรับราคาเป้าหมายหลังเพิ่มทุนเป็น 16 บาท จาก 23 บาท สะท้อนหุ้นเพิ่มทุนและใบสำคัญแสดงสิทธิ เราเห็นแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งจากราคาถ่านหิน/ก๊าซที่สูงขึ้น valuation ดูน่าสนใจที่ 6 เท่า 2022F PE BANPU ยังคงเป็นหนึ่งใน Top Pick ของเรา



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

มูลค่าหลังเพิ่มทุน

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติขึ้น 22% ในปี 2021-22F และปรับราคาเป้าหมายหลังเพิ่มทุนเป็น 16.0 บาท เพื่อสะท้อนการเพิ่มทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิ ที่ระดับปัจจุบัน BANPU ซื้อขายที่เพียง 6 เท่า 2022F PE แม้บนคาดการณ์กำไรที่ระดับของเรา ขณะที่ราคาต่ำกว่าที่เราจะลดลงหลังปี 2022F แต่เราเห็น upside ต่อการคาดการณ์ของเราจากราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้นในระยะยาว และการเร่งเปลี่ยนผ่านไปสู่การเป็นบริษัทพลังงานสะอาดของ BANPU

ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหิน

เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหินเป็น US\$110/95/90/ton ในปี 2021-23F จาก US\$90/85/80/ton และเป็น US\$85/ton ในระยะยาว จากเดิมที่ US\$80/ton แม้ว่าราคาสปอตที่ US\$175/ton อาจไม่ยั่งยืน แต่เราคิดว่าราคาถ่านหินน่าจะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ US\$100/ton ต่อเนื่องถึง 1H22F อันที่จริง ตลาดซื้อขายล่วงหน้าสะท้อนราคาถ่านหินที่เกือบ US\$105/ton จนถึงสิ้นปี 2023F เราเชื่อว่าราคาที่สูงนั้นได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ ซึ่งแข็งแกร่งเป็นพิเศษในเอเชียเหนือ ในขณะที่เวียดนาม อุทานยังคงดึงตัวในประเทศผู้ผลิตหลักทั้งหมด (อินโดนีเซีย ออสเตรเลีย จีน) เนื่องจากสภาพอากาศ การขนส่ง การตรวจสอบความปลอดภัย และมาตรการกักกันโควิด ซึ่ง BANPU ได้รับผลกระทบจากปัญหาการผลิตเหล่านี้เช่นกัน และเราจึงปรับลดคาดการณ์ปริมาณการผลิตของเรา (ดู Exhibit 5) อย่างไรก็ตามถึงกระนั้นราคาถ่านหินที่สูงขึ้นก็ชดเชยปริมาณที่ลดลง

ก๊าซสหรัฐ มีแนวโน้มแข็งแกร่ง

เรามองว่าธุรกิจก๊าซธรรมชาติของสหรัฐมีแนวโน้มที่แข็งแกร่ง เนื่องจากประการแรก สินค้าคงคลังยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีราว 6% ประการที่สอง การเติบโตของการผลิตมีแนวโน้มที่จะถูกจำกัด และประการสุดท้ายความต้องการส่งออก LNG ยังคงแข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยให้ตลาดตึงตัวยิ่งขึ้นไปอีก เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาอ้างอิง Henry Hub ขึ้น US\$0.1/mmbtu เป็น US\$3.2/mmbtu จากปี 2022F เป็นต้นไป สมมติฐานของเรายังคงอยู่ที่ US\$3.1/mmbtu สำหรับปีนี้ เนื่องจาก BANPU ได้ทำการป้องกันความเสี่ยงไว้แล้วราว 70% ของปริมาณการขายแล้ว แนวโน้มที่แข็งแกร่งหมายความว่า BANPU จะได้แรงหนุนที่แข็งแกร่งจากธุรกิจก๊าซสหรัฐในอนาคต

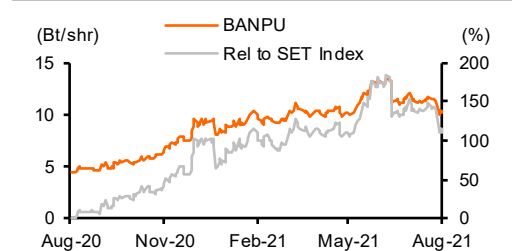
การเข้าซื้อกิจการช่วยลดผลกระทบจาก EPS dilution

BANPU ได้ประกาศการเข้าซื้อกิจการอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา ได้แก่ โซลาร์ฟาร์มในออสเตรเลีย และล่าสุด คือ โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในสหรัฐ เราได้รวมกำไร 700 ลบ. ต่อปี จากโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ของสหรัฐ เข้าในประมาณการของเราตั้งแต่ 2H22F เป็นต้นไป และมองว่าเป็นดีลแรกจากหลายๆ ดีลที่จะเข้ามา เราคาดว่าจะการเข้าซื้อกิจการจะช่วยลดผลกระทบจาก EPS dilution จากการเพิ่มทุน และเร่งการเปลี่ยนผ่านไปสู่การเป็นบริษัทพลังงานสะอาดของ BANPU

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	71,332	101,050	106,552	103,642
Net profit	(1,786)	9,171	11,115	10,094
Consensus NP	—	9,206	9,291	9,763
Diff frm cons (%)	—	(0.4)	19.6	3.4
Norm profit	(4,122)	9,171	11,115	10,094
Prev. Norm profit	—	7,533	9,207	8,829
Chg frm prev (%)	—	21.7	20.7	14.3
Norm EPS (Bt)	(0.7)	1.4	1.6	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	14.2	(9.2)
Norm PE (x)	na	7.0	6.1	6.8
EV/EBITDA (x)	20.1	5.5	5.2	5.2
P/BV (x)	1.0	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	2.5	5.4	6.5	5.9
ROE (%)	na	13.1	13.7	11.6
Net D/E (%)	163.4	120.1	117.5	99.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Aug-21 (Bt)	10.10
Market Cap (US\$ m)	1,537.2
Listed Shares (m shares)	5,074.6
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	49.8
12M Price H/L (Bt)	13.48/4.42
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkrit family 9.06%

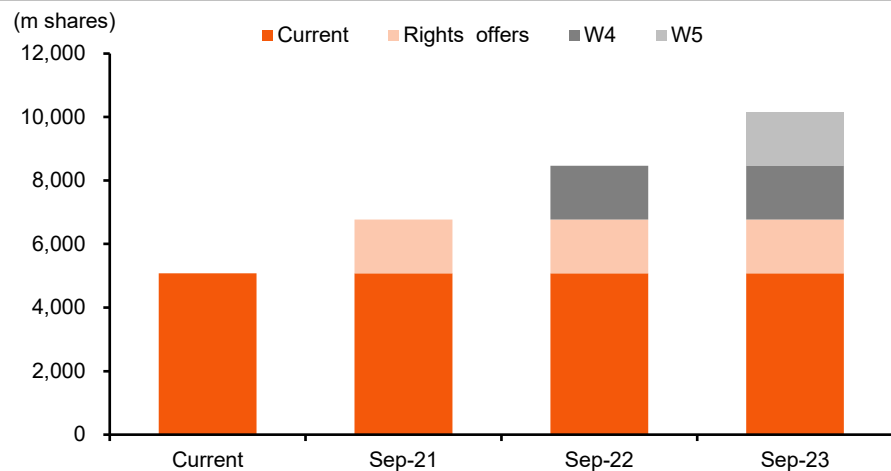
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Normalized Profit Upgrades

(Bt m)	Norm profit					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
New / Actual	2,567	(4,122)	9,171	11,115	10,094	8,986
Old	—	—	7,533	9,207	8,829	8,949
Change (%)	—	—	21.7	20.7	14.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: No. Of Shares Post Rights Offers And Warrants 4 & 5 (Assuming Full Conversion)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BANPU's Warrants 4 & 5 Valuation

Warrant	Strike (Bt)	Expiry (Years)	Volatility (%)	Risk free (%)	Div yield (%)	Value (Bt) (Bt)	# shares (m)	Total value (Bt m)
W4	5.0	1.25	50%	0.50%	5.30%	4.75	1691.5	8,035
W5	7.5	2.25	50%	0.52%	6.40%	3.19	1691.5	5,396
Total								13,431

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 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	40,757	39,445	37,522	37,693	38,889	40,076	41,255	42,425	43,587	44,740	45,885	-
Free cash flow	(3,566)	12,995	12,535	13,411	14,716	16,058	17,394	18,724	20,049	21,368	22,681	327,887
PV of free cash flow	(3,433)	11,599	10,371	10,289	10,360	10,457	10,499	10,475	10,396	10,249	9,822	131,049
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	7.9											
Terminal growth (%)	2.0											

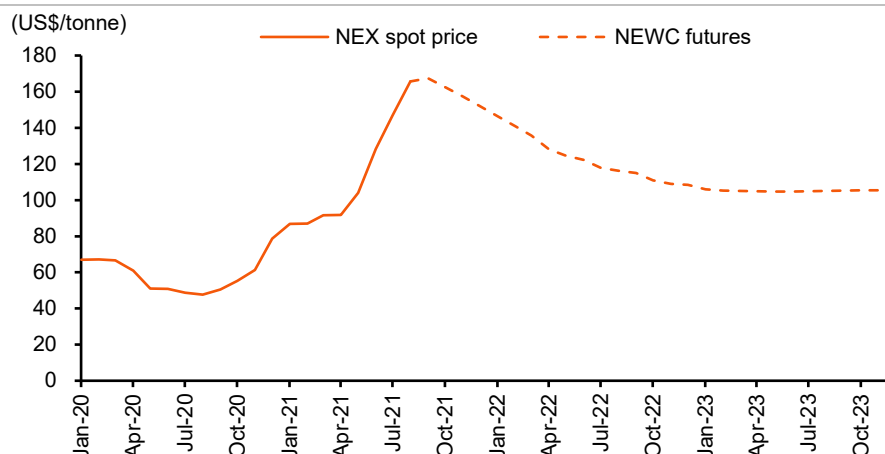
BANPU's sum-of-the-parts valuation												(Bt m)
PV of cash flow												232,133
Less: net debt												134,430
Less: minority interest												38,518
Equity value - coal & gas												59,184
Battery												16,074
Power												48,539
Total value exc. Warrant												123,798
Less warrant values:												
W4												(8,035)
W5												(5,396)
Net equity value												110,367
# of Shares												6,766
Total value per share (Bt/sh)												16.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

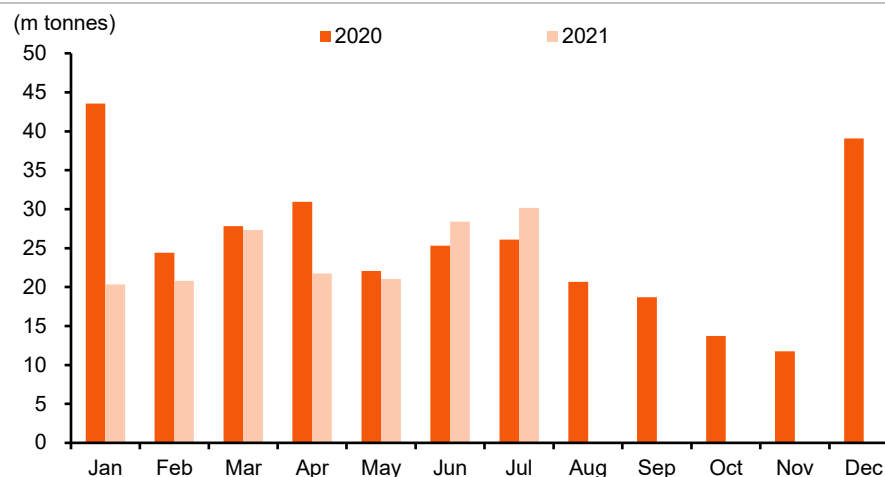
Ex 5: Key Assumption Changes – Higher Coal & Gas Prices, Lower Production Volume

Key assumptions	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
New					
NEX coal price	(US\$/tonne)	110.00	95.00	90.00	85.00
Indonesia output	(m tonnes)	18.50	20.00	20.00	20.00
Australia output	(m tonnes)	11.00	11.00	11.00	11.00
Henry Hub gas price	(US\$/mmbtu)	3.10	3.20	3.20	3.23
Old					
NEX coal price	(US\$/tonne)	90.00	85.00	80.00	80.00
Indonesia output	(m tonnes)	19.00	21.00	21.00	21.00
Australia output	(m tonnes)	11.50	11.50	11.50	11.50
Henry Hub gas price	(US\$/mmbtu)	3.10	3.10	3.10	3.13
Change					
NEX coal price	(US\$/tonne)	+20.00	+10.00	+10.00	+5.00
Indonesia output	(m tonnes)	-0.50	-1.00	-1.00	-1.00
Australia output	(m tonnes)	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Henry Hub gas price	(US\$/mmbtu)	+0.00	+0.10	+0.10	+0.10

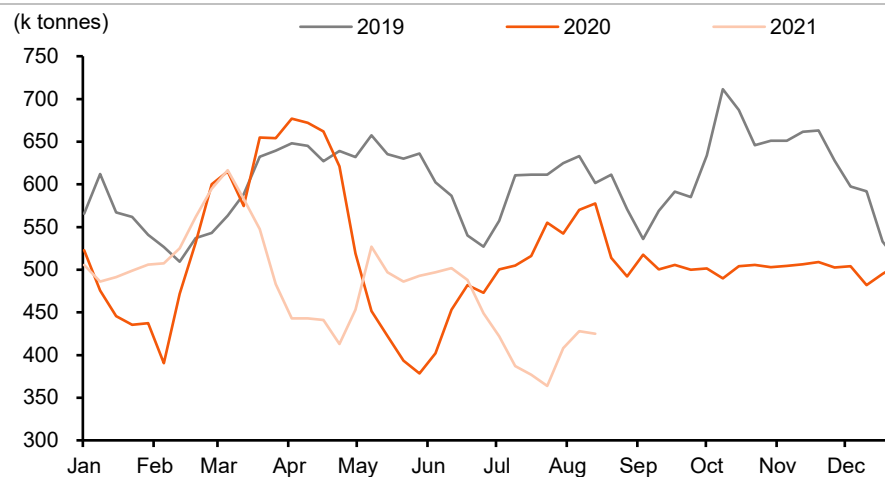
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: NEX Coal Price Touched \$175/Tonne; Futures Point to \$105 Through End-2023

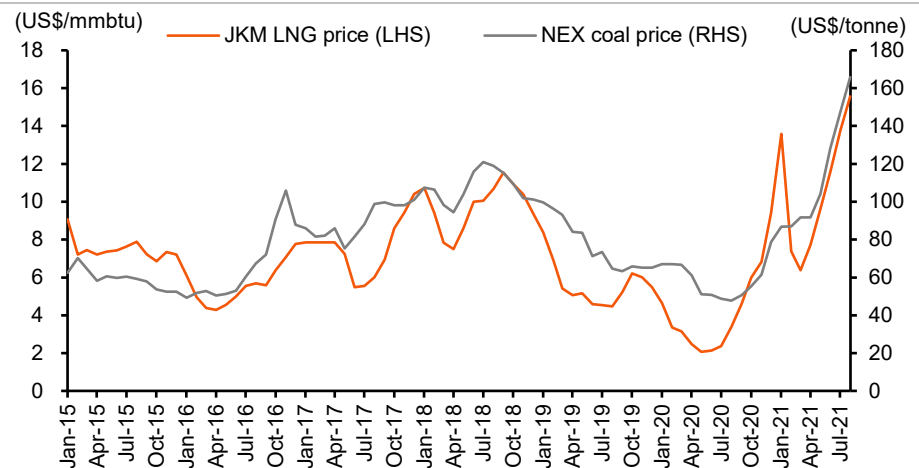
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: The Pace Of China's Coal Imports Has Begun To Pick Up

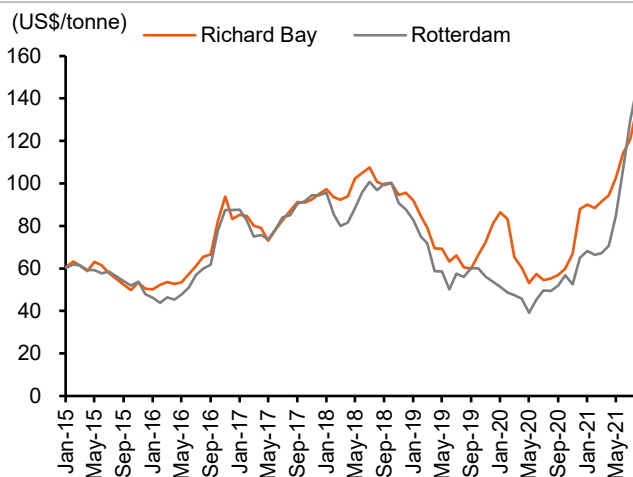
Sources: General Administration of Customs China

Ex 8: Coal Inventories At Qinhuangdao Port Remain Well Below Normal Levels

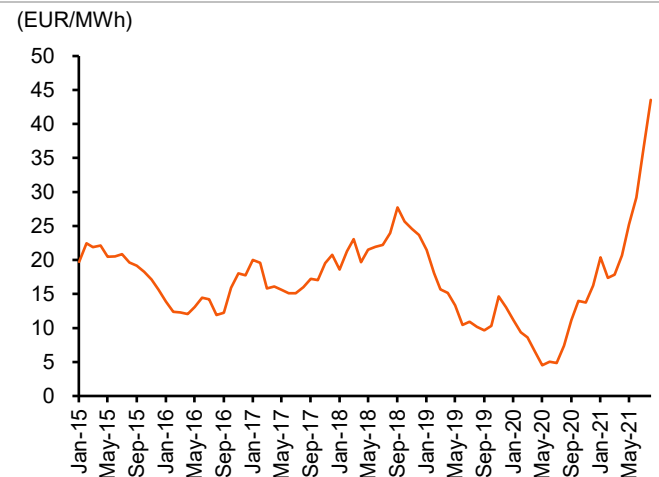
Source: Bloomberg

Ex 9: Coal Prices Also Driven Up By Higher LNG Prices Due To Substitution Effect

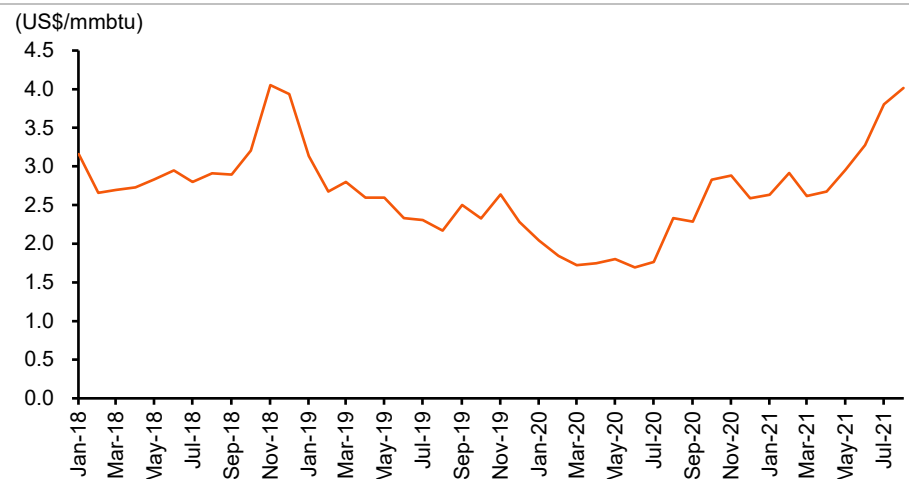
Sources: Company data, Bloomberg

Ex 10: Coal Prices Are Also High In The Atlantic Basin

Source: Bloomberg

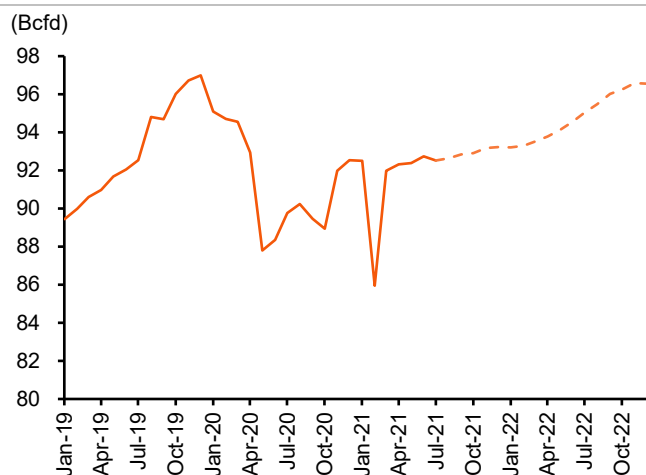
Ex 11: Gas Price (TTF) Has Been Rising In Europe As Well

Source: Bloomberg

Ex 12: US Natural Gas Price At Henry Hub

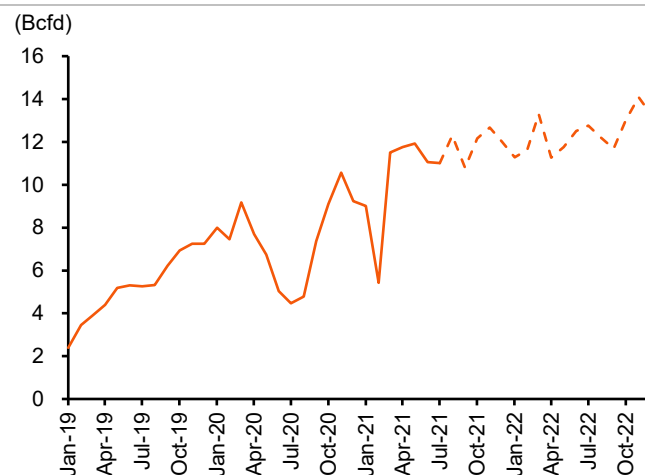
Source: Bloomberg

Ex 13: US Dry Natural Gas Production



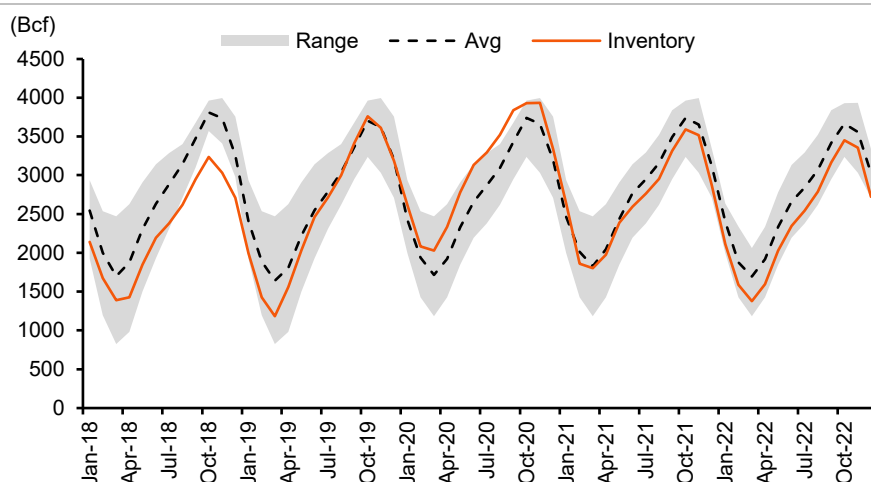
Source: EIA

Ex 14: US Net Exports Of LNG & Natural Gas Via Pipelines



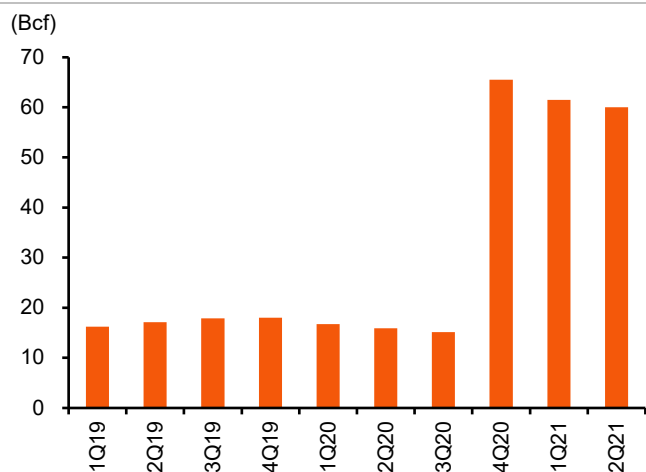
Source: EIA

Ex 15: US Working Natural Gas In Underground Storage



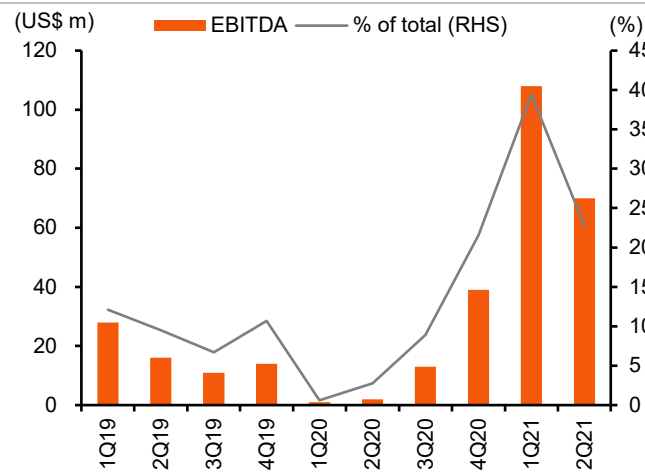
Sources: EIA, Thanachart estimates

Ex 16: BANPU's US Gas Sales Volume



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: BANPU's US Gas EBITDA



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 18: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	13.1	86.7	10.9	5.8	0.9	0.9	5.6	3.9	6.8	9.9
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	6.6	0.7	0.7	15.8	3.9	0.0	3.1
China Shenhua Energy	601088 CH	China	21.5	(1.9)	7.2	7.4	0.9	0.9	3.5	3.6	8.9	8.4
Datong Coal Industry	601001 CH	China	na	(2.8)	5.7	5.9	1.4	1.1	2.8	2.9	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	28.7	20.2	12.2	10.1	2.1	2.0	5.0	5.1	4.4	4.4
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	1.0	0.9	na	na	4.6	5.1
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	68.3	13.4	8.5	7.5	1.2	1.1	6.8	6.2	7.1	7.7
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	68.7	5.4	12.2	11.5	1.5	1.4	7.3	7.1	3.0	3.1
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	59.3	(0.0)	7.6	7.6	1.3	1.2	5.8	6.1	7.0	6.7
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	na	(10.0)	5.0	5.6	0.5	0.5	4.4	4.5	5.8	5.0
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	na	(14.1)	6.3	7.3	1.3	1.3	2.5	2.9	8.1	12.5
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	39.2	(1.2)	7.3	7.4	1.3	1.2	4.2	4.2	6.1	8.2
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	na	1.6	7.1	7.0	1.6	1.4	5.2	4.6	7.6	8.2
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	na	14.2	7.0	6.1	0.9	0.8	5.5	5.2	5.4	6.5
Average			42.7	9.3	8.1	7.4	1.2	1.1	5.7	4.6	5.7	6.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 19 August 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

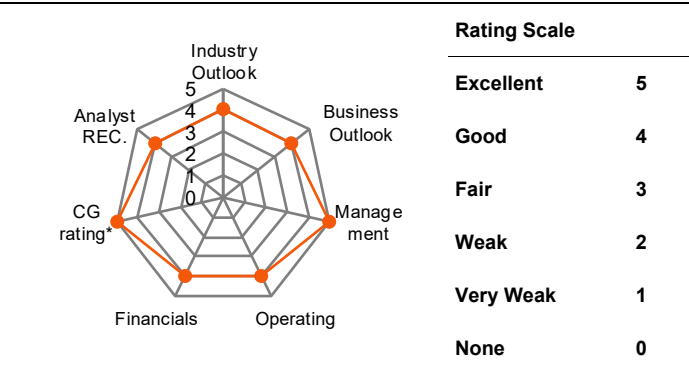
S — Strength

- ความเสี่ยงทางด้านการดำเนินงานลดลง เนื่องจากทำธุรกิจถ่านหินในหลายประเทศมากขึ้น
- การดำเนินงานมีความมั่นคงกว่าคู่แข่ง ผู้ซึ่งไม่ได้เป็นเจ้าของท่าเรือและ/หรือ โรงไฟฟ้า

O — Opportunity

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

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ผลการดำเนินงานมีความผันผวนต่อราคากถ่านหิน
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.01	16.00	23%
Net profit 21F (Bt m)	9,206	9,171	0%
Net profit 22F (Bt m)	9,291	11,115	20%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 3	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่ปี 2022F สูงกว่าตลาด 20% ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากสมมติฐานราคากถ่านหินที่สูงขึ้นของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 23%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากราคากถ่านหินหรือก๊าซอ่อนแอกว่าคาดจะเป็น downside ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของธุรกิจไฟฟ้าที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	85,718	71,332	101,050	106,552	103,642
Cost of sales	63,737	57,768	61,558	63,456	64,027
Gross profit	21,981	13,564	39,492	43,096	39,616
% gross margin	25.6%	19.0%	39.1%	40.4%	38.2%
Selling & administration expenses	21,059	17,128	21,015	22,222	21,925
Operating profit	922	(3,564)	18,478	20,874	17,691
% operating margin	1.1%	-5.0%	18.3%	19.6%	17.1%
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
EBITDA	11,457	9,979	34,100	38,638	37,003
% EBITDA margin	13.4%	14.0%	33.7%	36.3%	35.7%
Non-operating income	5,367	2,309	1,247	1,134	1,111
Non-operating expenses	(168)	(199)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,657)	(5,420)	(7,356)	(6,432)	(6,920)
Pre-tax profit	463	(6,874)	12,049	15,257	11,583
Income tax	2,436	269	4,820	6,103	4,633
After-tax profit	(1,973)	(7,143)	7,229	9,154	6,950
% net margin	-2.3%	-10.0%	7.2%	8.6%	6.7%
Shares in affiliates' Earnings	6,444	4,239	5,409	6,227	6,797
Minority interests	(1,905)	(1,217)	(3,468)	(4,266)	(3,653)
Extraordinary items	(2,962)	2,336	0	0	0
NET PROFIT	(395)	(1,786)	9,171	11,115	10,094
Normalized profit	2,567	(4,122)	9,171	11,115	10,094
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	1.4	1.6	1.5
Normalized EPS (Bt)	0.4	(0.7)	1.4	1.6	1.5

*Strong earnings growth
in 2021-22F driven by
higher coal & gas prices*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	41,095	47,301	48,736	50,354	49,628
Cash & cash equivalent	16,388	23,777	16,836	16,836	16,836
Account receivables	7,415	7,482	9,690	10,217	9,938
Inventories	4,782	3,935	5,060	5,216	5,262
Others	12,510	12,107	17,151	18,085	17,591
Investments & loans	49,711	51,389	54,501	58,225	58,841
Net fixed assets	58,796	77,523	82,015	95,981	95,814
Other assets	93,710	105,435	105,620	111,414	108,595
Total assets	243,312	281,648	290,873	315,973	312,878
LIABILITIES:					
Current liabilities:	47,026	66,405	44,184	47,596	44,870
Account payables	1,798	2,025	1,096	1,130	1,140
Bank overdraft & ST loans	13,716	24,856	14,059	15,127	14,002
Current LT debt	16,417	24,520	10,122	10,891	10,082
Others current liabilities	15,095	15,003	18,907	20,448	19,646
Total LT debt	103,749	112,559	116,407	125,249	115,940
Others LT liabilities	13,084	18,129	27,225	28,749	28,183
Total liabilities	163,859	197,092	187,817	201,594	188,994
Minority interest	18,286	22,211	25,679	29,945	33,598
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,162	5,075	6,766	6,766	6,766
Share premium	15,372	15,372	22,139	22,139	22,139
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(25,675)	(19,348)	(19,348)	(19,348)	(19,348)
Retained earnings	66,308	61,245	67,821	74,878	80,731
Shareholders' equity	61,167	62,344	77,377	84,435	90,287
Liabilities & equity	243,312	281,648	290,873	315,973	312,878

*We do not see leverage
as an issue despite
relatively high D/E*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	463	(6,874)	12,049	15,257	11,583
Tax paid	(2,587)	(543)	(4,621)	(6,162)	(4,603)
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
Chg In working capital	3,509	1,006	(4,261)	(650)	242
Chg In other CA & CL / minorities	(7,019)	7,560	4,071	6,894	6,458
Cash flow from operations	4,901	14,692	22,860	33,102	32,992
Capex	(8,995)	(32,269)	(20,000)	(31,600)	(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)	(3,113)	(3,724)	(616)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	21,336	(4,767)	9,096	(4,099)	2,408
Cash flow from investments	12,592	(40,863)	(14,316)	(39,723)	(17,508)
Debt financing	428	30,596	(21,347)	10,678	(11,242)
Capital increase	0	(87)	8,458	0	0
Dividends paid	(3,613)	(2,030)	(2,595)	(4,057)	(4,242)
Warrants & other surplus	(17,885)	5,080	0	0	0
Cash flow from financing	(21,070)	33,559	(15,484)	6,621	(15,484)
Free cash flow	(4,093)	(17,578)	2,860	1,502	13,992

Capex likely to remain high...

...as BANPU continues to invest in greener energy

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	24.6	na	7.0	6.1	6.8
Normalized PE - at target price (x)	38.9	na	11.1	9.7	10.7
PE (x)	na	na	7.0	6.1	6.8
PE - at target price (x)	na	na	11.1	9.7	10.7
EV/EBITDA (x)	15.8	20.1	5.5	5.2	5.2
EV/EBITDA - at target price (x)	19.0	23.8	6.6	6.3	6.3
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
P/CFO (x)	12.9	4.3	2.8	2.1	2.1
Price/sales (x)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	4.9	2.5	5.4	6.5	5.9
FCF Yield (%)	(6.5)	(28.1)	4.4	2.2	20.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(0.7)	1.4	1.6	1.5
EPS	(0.1)	(0.3)	1.4	1.6	1.5
DPS	0.5	0.2	0.5	0.7	0.6
BV/share	9.8	10.2	11.4	12.5	13.3
CFO/share	0.8	2.4	3.6	4.9	4.9
FCF/share	(0.7)	(2.8)	0.4	0.2	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see BANPU's current valuation as compelling

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(24.0)	(16.8)	41.7	5.4	(2.7)
Net profit (%)	na	na	na	21.2	(9.2)
EPS (%)	na	na	na	14.2	(9.2)
Normalized profit (%)	(74.4)	na	na	21.2	(9.2)
Normalized EPS (%)	(74.4)	na	na	14.2	(9.2)
Dividend payout ratio (%)	(783.6)	(85.2)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.6	19.0	39.1	40.4	38.2
Operating margin (%)	1.1	(5.0)	18.3	19.6	17.1
EBITDA margin (%)	13.4	14.0	33.7	36.3	35.7
Net margin (%)	(2.3)	(10.0)	7.2	8.6	6.7
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.9	1.4	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.2	1.2	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	2.5	3.2	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.8	4.6	6.0	5.3
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	3.2	3.7	3.2
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	13.1	13.7	11.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	10.3	11.3	8.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
- operating margin (%)	7.1	na	19.2	20.4	17.9
- leverage (x)	3.6	4.3	4.1	3.8	3.6
- interest burden (%)	7.6	472.7	62.1	70.3	62.6
- 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)	5.5	6.2	4.8
NOPAT (Bt m)	(3,927)	(3,564)	11,087	12,524	10,615
invested capital (Bt m)	178,661	200,502	201,130	218,865	213,475

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 91 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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 พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า 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 อรุณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี 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 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	เกษมรัตน์ จิตกุลชล 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 ลิมาวงษ์ปราณี 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