

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 20.00** (From: Bt 16.00)

**20 SEPTEMBER 2021**

**Change in Numbers**

**Upside : 62.6%**

## Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

### ฤดูหนาวหนุนการเติบโต

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BANPU และปรับราคาเป้าหมายเป็น 20 บาท จาก 16 บาท เพื่อสะท้อนราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้น BANPU ยังคงซื้อขายที่ PE ที่น่าสนใจที่ 6-8 เท่า ในปี 2021-22F และมี upside ต่อประมาณการกำไรของเรา BANPU ยังคงเป็นหนึ่งในหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งใน 3Q-4Q21F อาจเป็นปัจจัยผลักดันหุ้น



**CHAK REUNGSINPINYA**

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

#### ได้ประโยชน์มากที่สุดจากความต้องการพลังงานในฤดูหนาว

ในบรรดาหุ้นพลังงานไทย เราเชื่อว่า BANPU เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์มากที่สุดจากความต้องการพลังงานที่แข็งแกร่งในฤดูหนาว โดยเฉพาะในปีนี้ เราคาดว่าราคาถ่านหินและก๊าซจะยังคงอยู่ที่ระดับสูงในรอบหลายทศวรรษ จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง อุปทานที่จำกัด และที่สำคัญที่สุดคือ - มีสินค้าคงคลังที่ต่ำอย่างมาก เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นจะเติบโตที่ 22% ในปี 2022F โดยมี upside อย่างมากจากสมมติฐานราคาถ่านหินและก๊าซของเราที่ยังคงต่ำกว่ามูลค่าตลาดในปัจจุบัน BANPU ยังคงซื้อขายที่ PE ที่น่าสนใจที่ 6-8 เท่า ในปี 2021-22F โดยมีอัตรากำไรต่อทุนที่ 5-6%

#### เกิดปัญหาการขาดแคลนก๊าซทั่วโลก

ราคาก๊าซพุ่งแตะระดับสูงสุดใหม่ทั่วโลกจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งและอุปทานใหม่ที่จำกัด เราเชื่อว่าวิกฤตอุปทานโดยเฉพาะในยุโรปเป็นเพราะการผลิตในท้องถิ่นและการนำเข้าของรัสเซียลดลง ส่งผลให้ TTF benchmark ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งต้องพึ่งพาการนำเข้า LNG เป็นอย่างมาก ราคาก๊าซสูงเป็นประวัติการณ์เมื่อเดือนมกราคมที่ผ่านมา เราเชื่อว่า ราคา spot JKM จะทำสถิติใหม่อีกครั้งในฤดูหนาวที่จะมาถึง แม้ว่าราคา LNG ที่สูงจะส่งผลบวกต่อ BANPU ในทางอ้อม แต่อาจมีจำนวนมหาศาล ราคา JKM ที่ US\$20/mmbtu สนับสนุนราคา Henry Hub ที่ US\$14/mmbtu ภายใต้การคำนวณของเรา ด้วยกำลังการผลิตเพื่อการส่งออก LNG ของสหรัฐฯ ที่เติบโตแข็งแกร่ง เราจึงเห็นช่องว่างระหว่างราคา Henry Hub และราคา LNG ของโลกค่อยๆ แคบลงในปีต่อไป เราประเมินว่าการเพิ่มขึ้นทุกๆ US\$0.5/mmbtu จะทำให้กำไรของ BANPU เพิ่มขึ้น 3 พันลบ. หรือ 23-26% ของประมาณการปี 2022-23F ของเรา

#### อุปทานถ่านหินยังคงตึงตัว

เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหิน NEX ขึ้น US\$5/tonne ปัจจุบันเราสมมติให้อยู่ที่ US\$115/100/95 ต่อดัน ในปี 2021-23F และ US\$90/tonne ในระยะยาว ดังที่เราได้เคยกล่าวมาแล้วหลายครั้ง เราเชื่อว่าอุปทานถ่านหินที่ตึงตัวจะยังคงเป็นปัญหาเชิงโครงสร้าง เนื่องจากบริษัทเหมืองรายใหญ่ออกจากธุรกิจ และบริษัทเหมืองอิสระดิรนเพื่อขอรับเงินทุนจากธนาคารและตลาดทุน เราเชื่อว่าราคาถ่านหินจะแตะระดับ US\$200/tonne เนื่องจากสินค้าคงคลังยังคงอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ความต้องการมีแนวโน้มจะฟื้นตัวในช่วงฤดูหนาว นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าราคาก๊าซที่สูงจะช่วยกระตุ้นการผลิตถ่านหิน เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นของราคาถ่านหิน NEX ทุก US\$10/tonne จะส่งผลกระทบต่อ EPS ของ BANPU ราว 19-21%

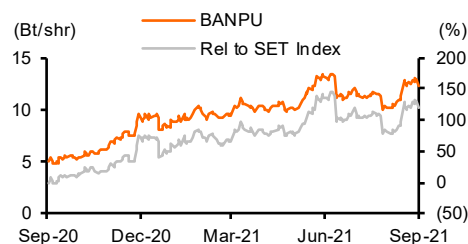
#### การควบคุมคุณภาพอากาศของปักกิ่งไม่ใช่ปัจจัยกังวล

เราไม่กังวลต่อการขยายโครงการควบคุมคุณภาพอากาศในฤดูหนาวของจีนไปยัง 64 ภูมิภาค จาก 28 ภูมิภาค ก่อนโอลิมปิกฤดูหนาวของจีน เราไม่เชื่อว่าการใช้พลังงานรวมจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และจะเป็นการโยกย้ายระหว่างถ่านหินไปยังก๊าซ

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	71,332	103,657	111,621	108,009
Net profit	(1,786)	10,111	13,044	11,744
Consensus NP	—	9,311	9,865	9,988
Diff frm cons (%)	—	8.6	32.2	17.6
Norm profit	(4,122)	10,111	13,044	11,744
Prev. Norm profit	—	9,171	11,115	10,094
Chg frm prev (%)	—	10.2	17.4	16.3
Norm EPS (Bt)	(0.7)	1.6	1.9	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	21.5	(10.0)
Norm PE (x)	na	7.8	6.4	7.1
EV/EBITDA (x)	21.5	5.5	5.0	4.9
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9
Div yield (%)	2.0	4.9	6.3	5.6
ROE (%)	na	14.4	15.8	13.1
Net D/E (%)	163.4	117.1	112.3	92.0

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Sep-21 (Bt)	12.30
Market Cap (US\$ m)	1,872.3
Listed Shares (m shares)	5,074.6
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	47.7
12M Price H/L (Bt)	13.48/4.59
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkit family 9.06%

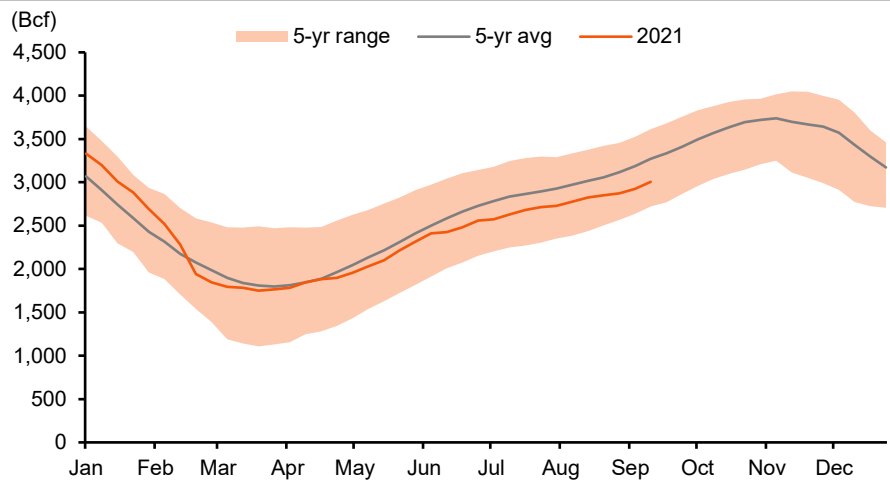
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

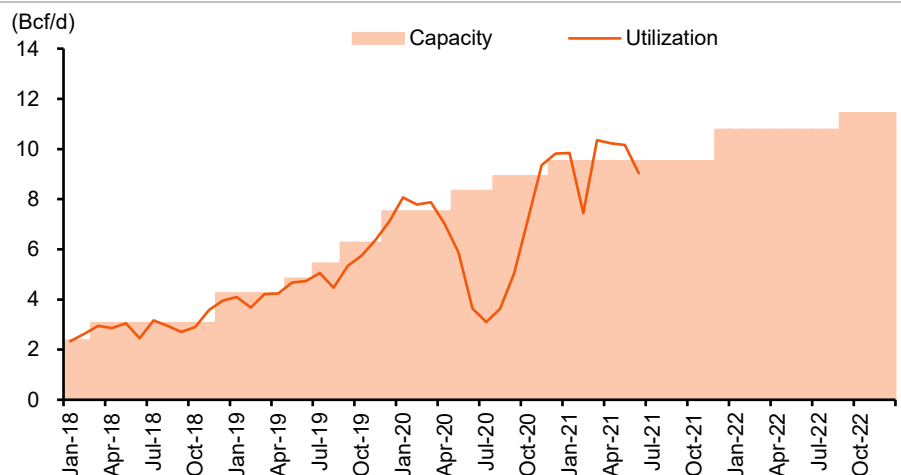


**Ex 1: US Natural Gas In Underground Storage**



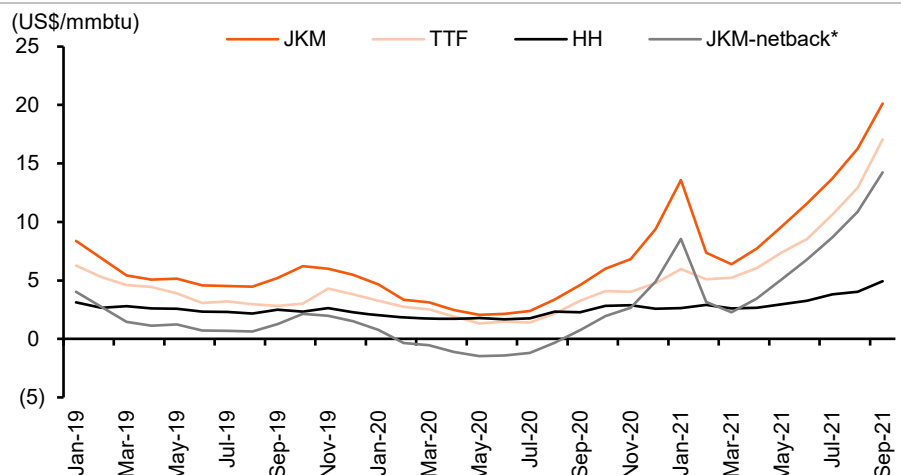
Sources: EIA, Thanachart

**Ex 2: US LNG Capacity Set To Grow By Another 20% By End-2022F From Current Level**



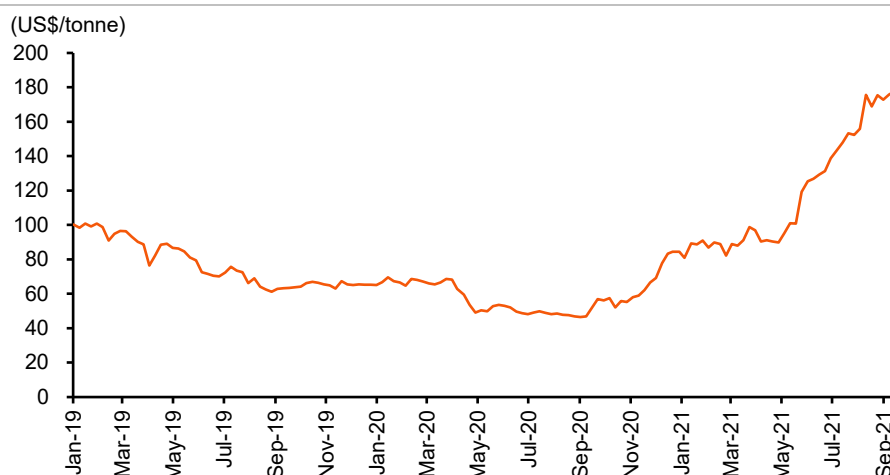
Sources: EIA, Thanachart estimates

**Ex 3: Global Gas Prices At Decade-High Levels**



Sources: Bloomberg, Thanachart

Note: JKM netback is our estimate of the breakeven Henry Hub gas price for LNG exports to Asia

**Ex 4: NEX Coal Price**

Sources: Company data, Thanachart

**Ex 5: We Raise Our Coal And Gas Price Assumptions**

Assumption	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>NEX coal price (US\$/tonne)</b>				
New	115.00	100.00	95.00	90.00
Old	110.00	95.00	90.00	85.00
Change	5.00	5.00	5.00	5.00
<b>HH gas price (US\$/mmbtu)</b>				
New	3.10	3.40	3.30	3.33
Old	3.10	3.20	3.20	3.23
Change	0.00	0.20	0.10	0.10

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Earnings And TP Upgrades**

(Bt/shr)	Norm EPS				TP
	2021F	2022F	2023F	2024F	
New	1.59	1.93	1.74	1.58	20.00
Old	1.44	1.64	1.49	1.33	16.00
Change(%)	10.2	17.4	16.3	18.8	25.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: 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	45,441	43,421	41,505	41,446	42,627	43,799	44,963	46,119	47,266	48,405	49,535	-
Free cash flow	(992)	15,448	14,924	15,766	17,055	18,381	19,700	21,015	22,323	23,626	24,923	360,298
PV of free cash flow	(955)	13,788	12,348	12,095	12,006	11,970	11,891	11,756	11,575	11,332	10,793	144,003
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	262,603
Less: net debt	132,348
Less: minority interest	39,212
Equity value - coal & gas	91,042
Battery	16,074
Power	48,539
<b>Total value exc. Warrant</b>	<b>155,656</b>
Less warrant values:	
W4	(11,841)
W5	(8,035)
<b>Net equity value</b>	<b>135,780</b>
# of Shares	6,766
<b>Total value per share (Bt/sh)</b>	<b>20.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: 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	154.6	11.1	4.4	1.0	0.9	5.7	2.6	6.7	13.0
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	6.0	0.9	0.9	18.0	4.1	0.0	2.9
China Shenhua Energy	601088 CH	China	27.8	(0.4)	8.6	8.6	1.1	1.1	3.9	4.0	8.1	7.5
Datong Coal Industry	601001 CH	China	na	1.9	8.9	8.8	2.2	1.8	4.1	4.2	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	29.1	21.0	13.8	11.4	2.3	2.2	7.4	7.1	3.9	3.9
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	1.3	1.2	4.9	5.7	6.6	7.0
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	67.6	10.2	11.1	10.0	1.6	1.4	7.7	7.3	5.5	6.0
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	69.3	4.5	14.1	13.5	1.6	1.5	8.4	8.2	2.6	2.7
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	80.0	1.8	12.5	12.3	2.4	2.2	7.8	8.0	4.7	4.7
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	na	(12.6)	5.5	6.3	0.7	0.6	4.6	4.8	5.0	4.4
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	na	(22.9)	5.7	7.4	1.4	1.4	2.6	3.3	7.3	12.6
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	54.1	(1.5)	7.0	7.1	1.3	1.2	4.5	4.6	6.1	8.4
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	na	(8.4)	6.6	7.2	1.6	1.4	4.5	4.5	6.8	7.2
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	na	21.5	7.8	6.4	1.1	1.0	5.5	5.0	4.9	6.3
<b>Average</b>			<b>49.1</b>	<b>14.1</b>	<b>9.4</b>	<b>8.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.2</b>	<b>5.2</b>	<b>6.6</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 20 September 2021 closing prices

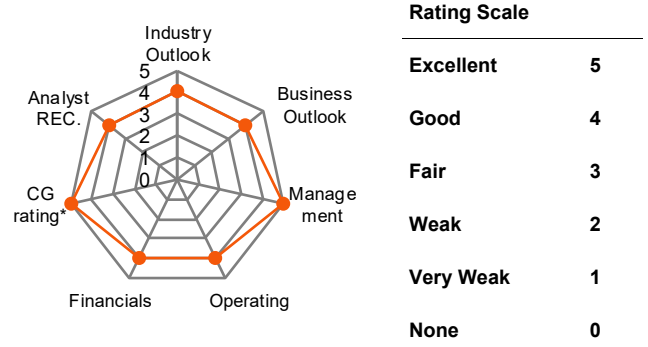
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ความเสี่ยงทางการดำเนินงานลดลง เนื่องจากทำธุรกิจด้านหินในหลายประเทศมากขึ้น
- การดำเนินงานมีความมั่นคงกว่าคู่แข่ง ผู้ซึ่งไม่ได้เป็นเจ้าของท่าเรือและ/หรือ โรงไฟฟ้า

## O — Opportunity

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

## W — Weakness

- ความผันผวนของราคาถ่านหินยังคงส่งผลกระทบต่อกำไร แม้ว่าการกระจายความเสี่ยงในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาได้ลดการพึ่งพาถ่านหินของ BANPU ลงอย่างมาก
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

## T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.26	20.00	51%
Net profit 21F (Bt m)	9,311	10,111	9%
Net profit 22F (Bt m)	9,865	13,044	32%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 3	SELL: 5

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากสมมติฐานราคาถ่านหินก๊าซที่สูงขึ้นของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากราคาถ่านหินหรือก๊าซอ่อนแกว่าคาดจะเป็น downside ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของธุรกิจไฟฟ้าที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	85,718	71,332	103,657	111,621	108,009
Cost of sales	63,737	57,768	61,558	63,456	64,027
<b>Gross profit</b>	<b>21,981</b>	<b>13,564</b>	<b>42,099</b>	<b>48,165</b>	<b>43,982</b>
% gross margin	25.6%	19.0%	40.6%	43.2%	40.7%
Selling & administration expenses	21,059	17,128	21,304	22,608	22,316
<b>Operating profit</b>	<b>922</b>	<b>(3,564)</b>	<b>20,794</b>	<b>25,557</b>	<b>21,666</b>
% operating margin	1.1%	-5.0%	20.1%	22.9%	20.1%
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
<b>EBITDA</b>	<b>11,457</b>	<b>9,979</b>	<b>36,417</b>	<b>43,322</b>	<b>40,978</b>
% EBITDA margin	13.4%	14.0%	35.1%	38.8%	37.9%
Non-operating income	5,367	2,309	1,268	1,175	1,146
Non-operating expenses	(168)	(199)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,657)	(5,420)	(7,356)	(6,357)	(6,826)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>463</b>	<b>(6,874)</b>	<b>14,386</b>	<b>20,055</b>	<b>15,686</b>
Income tax	2,436	269	5,755	8,022	6,275
<b>After-tax profit</b>	<b>(1,973)</b>	<b>(7,143)</b>	<b>8,632</b>	<b>12,033</b>	<b>9,412</b>
% net margin	-2.3%	-10.0%	8.3%	10.8%	8.7%
Shares in affiliates' Earnings	6,444	4,239	5,409	6,227	6,797
Minority interests	(1,905)	(1,217)	(3,930)	(5,216)	(4,465)
Extraordinary items	(2,962)	2,336	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(395)</b>	<b>(1,786)</b>	<b>10,111</b>	<b>13,044</b>	<b>11,744</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,567</b>	<b>(4,122)</b>	<b>10,111</b>	<b>13,044</b>	<b>11,744</b>
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	1.6	1.9	1.7
Normalized EPS (Bt)	0.4	(0.7)	1.6	1.9	1.7

*We see a 29% EPS growth in 2022F*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	41,095	47,301	49,429	51,700	50,788
Cash & cash equivalent	16,388	23,777	16,836	16,836	16,836
Account receivables	7,415	7,482	9,940	10,703	10,357
Inventories	4,782	3,935	5,060	5,216	5,262
Others	12,510	12,107	17,593	18,945	18,332
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	113,727	110,282
<b>Total assets</b>	<b>243,312</b>	<b>281,648</b>	<b>291,565</b>	<b>319,633</b>	<b>315,725</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	47,026	66,405	44,386	48,208	44,952
Account payables	1,798	2,025	1,096	1,130	1,140
Bank overdraft & ST loans	13,716	24,856	13,894	14,918	13,570
Current LT debt	16,417	24,520	10,003	10,741	9,771
Others current liabilities	15,095	15,003	19,393	21,418	20,471
<b>Total LT debt</b>	<b>103,749</b>	<b>112,559</b>	<b>115,040</b>	<b>123,525</b>	<b>112,361</b>
Others LT liabilities	13,084	18,129	27,868	30,001	29,261
<b>Total liabilities</b>	<b>163,859</b>	<b>197,092</b>	<b>187,294</b>	<b>201,733</b>	<b>186,574</b>
Minority interest	18,286	22,211	26,142	31,358	35,823
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)
<b>Retained earnings</b>	<b>66,308</b>	<b>61,245</b>	<b>68,573</b>	<b>76,985</b>	<b>83,772</b>
Shareholders' equity	61,167	62,344	78,129	86,542	93,328
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>243,312</b>	<b>281,648</b>	<b>291,565</b>	<b>319,633</b>	<b>315,725</b>

*Leverage likely to come down following recent rights issues*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	463	(6,874)	14,386	20,055	15,686
Tax paid	(2,587)	(543)	(5,548)	(8,077)	(6,244)
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
Chg In working capital	3,509	1,006	(4,511)	(886)	310
Chg In other CA & CL / minorities	(7,019)	7,560	4,106	6,956	6,433
<b>Cash flow from operations</b>	<b>4,901</b>	<b>14,692</b>	<b>24,057</b>	<b>35,811</b>	<b>35,496</b>
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)	9,740	(5,804)	2,860
<b>Cash flow from investments</b>	<b>12,592</b>	<b>(40,863)</b>	<b>(13,673)</b>	<b>(41,428)</b>	<b>(17,056)</b>
Debt financing	428	30,596	(22,999)	10,248	(13,483)
Capital increase	0	(87)	8,458	0	0
Dividends paid	(3,613)	(2,030)	(2,783)	(4,631)	(4,957)
Warrants & other surplus	(17,885)	5,080	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(21,070)</b>	<b>33,559</b>	<b>(17,324)</b>	<b>5,617</b>	<b>(18,440)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(4,093)</b>	<b>(17,578)</b>	<b>4,057</b>	<b>4,211</b>	<b>16,496</b>

*We expect capex to remain high due to expansion into greener energy businesses*

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	29.9	na	7.8	6.4	7.1
Normalized PE - at target price (x)	48.7	na	12.6	10.4	11.5
PE (x)	na	na	7.8	6.4	7.1
PE - at target price (x)	na	na	12.6	10.4	11.5
EV/EBITDA (x)	17.0	21.5	5.5	5.0	4.9
EV/EBITDA - at target price (x)	21.2	26.3	6.9	6.2	6.2
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	2.0	2.0	1.7	1.6	1.4
P/CFO (x)	15.7	5.2	3.3	2.3	2.3
Price/sales (x)	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	4.0	2.0	4.9	6.3	5.6
FCF Yield (%)	(5.3)	(23.1)	5.2	5.1	19.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.4	(0.7)	1.6	1.9	1.7
EPS	(0.1)	(0.3)	1.6	1.9	1.7
DPS	0.5	0.2	0.6	0.8	0.7
BV/share	9.8	10.2	11.5	12.8	13.8
CFO/share	0.8	2.4	3.8	5.3	5.2
FCF/share	(0.7)	(2.8)	0.6	0.6	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(24.0)	(16.8)	45.3	7.7	(3.2)
Net profit (%)	na	na	na	29.0	(10.0)
EPS (%)	na	na	na	21.5	(10.0)
Normalized profit (%)	(74.4)	na	na	29.0	(10.0)
Normalized EPS (%)	(74.4)	na	na	21.5	(10.0)
Dividend payout ratio (%)	(783.6)	(85.2)	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	25.6	19.0	40.6	43.2	40.7
Operating margin (%)	1.1	(5.0)	20.1	22.9	20.1
EBITDA margin (%)	13.4	14.0	35.1	38.8	37.9
Net margin (%)	(2.3)	(10.0)	8.3	10.8	8.7
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.9	1.3	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.2	1.1	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	2.8	4.0	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.8	5.0	6.8	6.0
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	3.5	4.3	3.7
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	14.4	15.8	13.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	12.3	14.6	10.5
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
- operating margin (%)	7.1	na	21.0	23.7	20.8
- leverage (x)	3.6	4.3	4.1	3.7	3.5
- interest burden (%)	7.6	472.7	66.2	75.9	69.7
- 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)	6.2	7.7	5.9
NOPAT (Bt m)	(3,927)	(3,564)	12,477	15,334	13,000
invested capital (Bt m)	178,661	200,502	200,229	218,890	212,193

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, 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, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ 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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติฉิน ใต้สังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรัชดา ศรทรง

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

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 ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

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

---