

BUY (Unchanged)

TP: Bt 22.00 (From: Bt 20.00)

15 NOVEMBER 2021

Change in Numbers

Upside : 105.6%

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

แนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 22 บาท จากสมมติฐานราคาถ่านหิน/ก๊าซที่เพิ่มขึ้น เรายังคงมองว่า BANPU จะมีแนวโน้มที่แข็งแกร่ง ด้วยเราคาดว่าราคาถ่านหินและก๊าซจะแข็งแกร่งในปี 2022F รวมถึงกำไรจากธุรกิจใหม่ ขณะที่ซื้อขายที่ระดับ PE ที่ถูกที่ 5 เท่า ในปี 2021-22F และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7%



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

มูลค่าถูก

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 22 บาท จาก 20 บาท เนื่องจากเราปรับเพิ่มคาดการณ์ราคาถ่านหินและก๊าซขึ้น แต่รวม full dilution จากการแปลงใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยไม่นำเงินสดไปลงทุนซ้ำ ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น PE ที่ 9 เท่า ในปี 2021-22F ปัจจุบัน BANPU ไม่แพง ซื้อขายที่ 2021-22F PE ที่ต่ำกว่า 5 เท่า (full dilution) นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7% ในปี 2021-22F อีกด้วย

ถ่านหินมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

เราปรับเพิ่มสมมติฐานของเราสำหรับ NEX ขึ้นเป็น US\$130/110/100/ton ในปี 2021-23F เทียบกับเดิมที่ US\$115/100/95/ton และเป็น US\$95 จาก US\$90/ton ในระยะยาว แม้ว่าการผลิตในจีนจะเพิ่มขึ้น แต่อุปทานโดยรวมยังคงตึงตัว และราคายังคงสูง ด้วย NEX อยู่ที่ราว US\$150-160/ton ขณะที่การผลิตในอินโดนีเซียและออสเตรเลียอาจได้รับผลกระทบทางลบจากฝนที่ตกหนักเนื่องจากลานีญา ในด้านอุปสงค์ ลานีญา อาจนำไปสู่ฤดูหนาวที่หนาวเย็นกว่าปกติในเอเชียเหนือ ส่งผลให้มีความต้องการถ่านหินเป็นพิเศษ เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยของ BANPU จะสูงขึ้นใน 4Q21F และอาจต่อเนื่องไปใน 1Q22F สำหรับปีหน้า เราคาดว่าราคาขายในประเทศออสเตรเลียที่สูงขึ้น (จากเดือนก.ค.2022) จะช่วยหนุนราคาขายเฉลี่ยของ BANPU ด้วยเช่นกัน

ราคาก๊าซยังคงสูง

ราคาก๊าซสหรัฐฯ ยังคงสูงขึ้น ด้วยสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเดือนใกล้ซื้อขายที่เกือบ US\$5/mmbtu และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั้งหมดในปี 2022 โดยเฉลี่ยอยู่ที่ราว US\$4.1/mmbtu อย่างไรก็ตาม ราคาที่รับรู้ของ BANPU อาจต่ำกว่านี้เพราะบริษัท ทำการป้องกันความเสี่ยงจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่ 3Q21 บริษัท ยังไม่ได้เปิดเผยสถานะ และเราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาก๊าซต่อ mmbtu มาอยู่ที่เพียง US\$3.7/3.6 ในปี 2022-23F (+US\$0.3) และ US\$3.5 ในระยะยาว (+US\$0.17) แต่คงราคาปี 2021F ไว้ที่ US\$3.1/mmbtu อย่างไรก็ตามราคาป้องกันความเสี่ยงใหม่มีแนวโน้มที่จะสูงกว่าสัญญาเก่ามาก (ซึ่งอยู่ที่ US\$2.4-2.9/mmbtu) เนื่องจากราคาซื้อขายล่วงหน้าปี 2022F เฉลี่ยอยู่ที่ US\$3.7/mmbtu ใน 3Q21F และยังคงสูงกว่าในเดือนก.ย. ดังนั้นแม้ว่าราคาที่ป้องกันความเสี่ยงของ BANPU จะต่ำกว่าราคาตลาดปัจจุบัน แต่เรายังคงคาดว่าจะอยู่ที่หรือสูงกว่าที่เราคาดไว้สำหรับปี 2022F ที่ US\$3.7/mmbtu EBIT ของ BANPU จากก๊าซจะอยู่ที่ระดับเกือบ 8 พันลบ. โดยมี ROIC ราว 21%

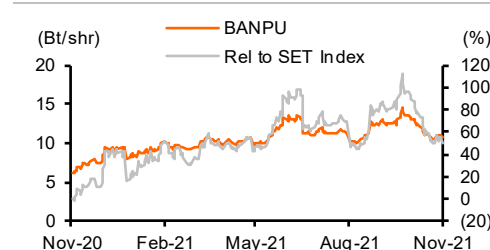
กำไรจากธุรกิจสาธารณูปโภคฟื้นตัว

เราเชื่อว่ากำไรจากธุรกิจสาธารณูปโภคจะฟื้นตัวจากระดับที่ต่ำมากใน 3Q21 เนื่องจาก utilization rates ที่สูงขึ้นของโรงไฟฟ้า IPP ในประเทศไทย ค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้น และยอดขายไอน้ำในจีนที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะได้ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติแห่งใหม่ในสหรัฐ เริ่มตั้งแต่เดือนพ.ย.เป็นต้นไป อีกด้วย นอกจากนี้กำไรที่เกิดขึ้นประจำแล้ว BANPU น่าจะรับรู้กำไรหลังหักภาษี 4.5 พันลบ. ใน 1Q22F จากการขาย Sunseap ซึ่งเป็นบริษัทพลังงานแสงอาทิตย์ในสิงคโปร์ อีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	71,332	111,476	121,519	114,656
Net profit	(1,786)	12,930	16,806	14,555
Consensus NP	—	10,659	12,447	11,127
Diff frm cons (%)	—	21.3	35.0	30.8
Norm profit	(4,122)	12,930	16,806	14,555
Prev. Norm profit	—	10,111	13,044	11,744
Chg frm prev (%)	—	27.9	28.8	23.9
Norm EPS (Bt)	(0.8)	2.3	2.3	1.6
Norm EPS grw (%)	na	na	(0.3)	(29.9)
Norm PE (x)	na	4.6	4.6	6.5
EV/EBITDA (x)	19.3	4.1	3.7	3.8
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Div yield (%)	2.8	7.1	7.4	5.4
ROE (%)	na	18.1	18.7	13.2
Net D/E (%)	163.4	108.6	86.1	52.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

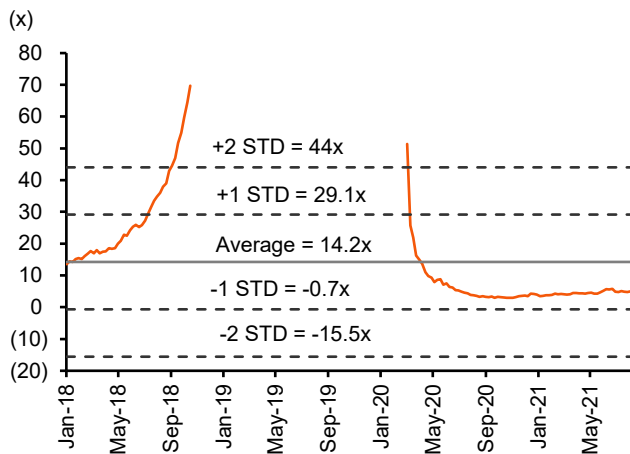
Price as of 15-Nov-21 (Bt)	10.70
Market Cap (US\$ m)	2,212.3
Listed Shares (m shares)	6,766.1
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	53.9
12M Price H/L (Bt)	14.50/6.15
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkit family 9.02%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

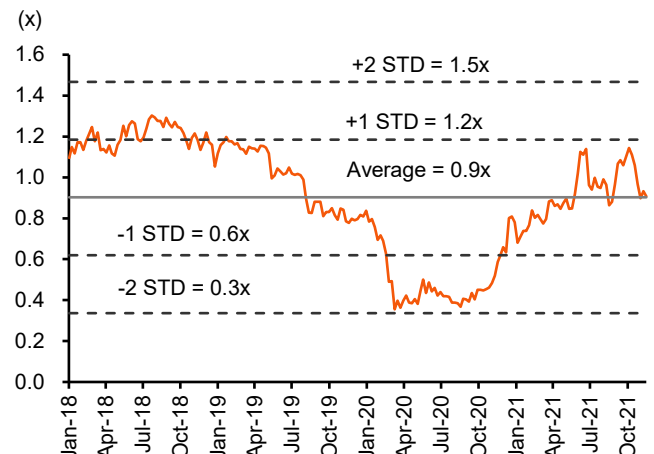
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: BANPU PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: BANPU P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: We Upgrade Our Coal And Gas Price Assumptions

		2021F	2022F	2023F	2024F
New					
NEX coal price	(US\$/tonne)	130.00	110.00	100.00	95.00
HH gas price	(US\$/mmbtu)	3.10	3.70	3.60	3.50
Old					
NEX coal price	(US\$/tonne)	115.00	100.00	95.00	90.00
HH gas price	(US\$/mmbtu)	3.10	3.40	3.30	3.33
Change					
NEX coal price	(US\$/tonne)	15.00	10.00	5.00	5.00
HH gas price	(US\$/mmbtu)	0.00	0.30	0.30	0.17

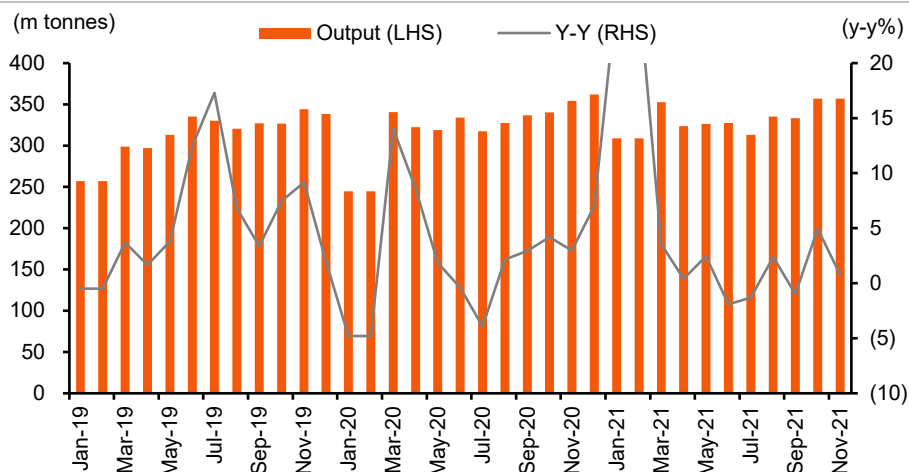
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Normalized Profit And Normalized EPS Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Normalized profit (Bt m)						
New/actual	2,567	(4,122)	12,930	16,806	14,555	13,147
Old			10,111	13,044	11,744	10,680
Change (%)			27.9	28.8	23.9	23.1
Normalized EPS (Bt/shr)						
New/actual	0.50	(0.81)	2.34	2.34	1.64	1.30
Old			1.59	1.93	1.74	1.58
Change (%)			47.8	21.2	(5.6)	(17.9)

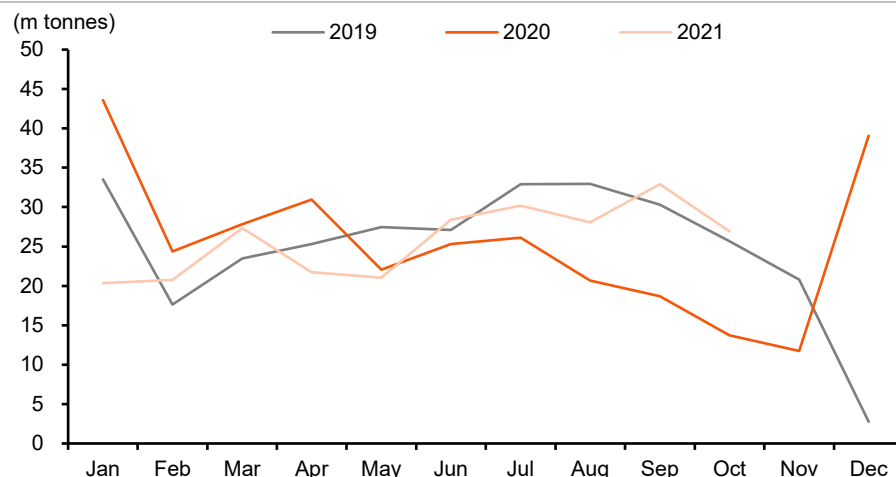
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EPS in 2021F is raised by more than normalized profit because of a previous error in our EPS calculation

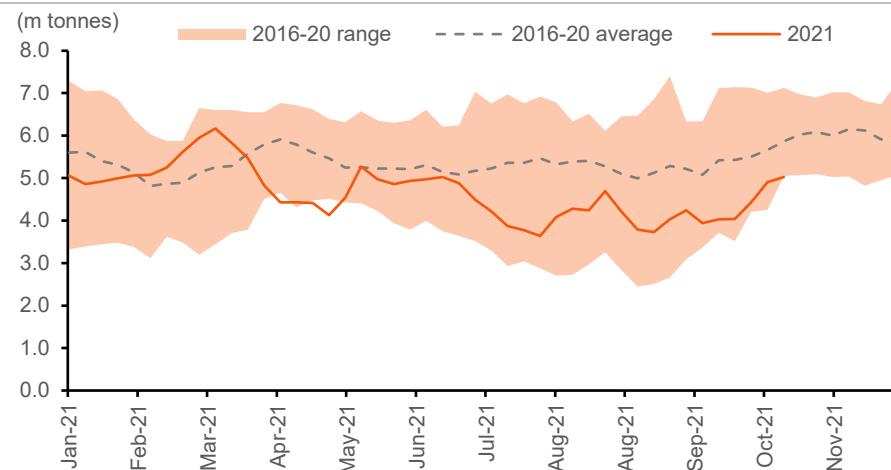
Ex 5: China's Coal Output Growing By Only 1-2%* Despite Government Efforts

Sources: Company data, Thanachart

Note: Our estimates for October and November are based on news reports

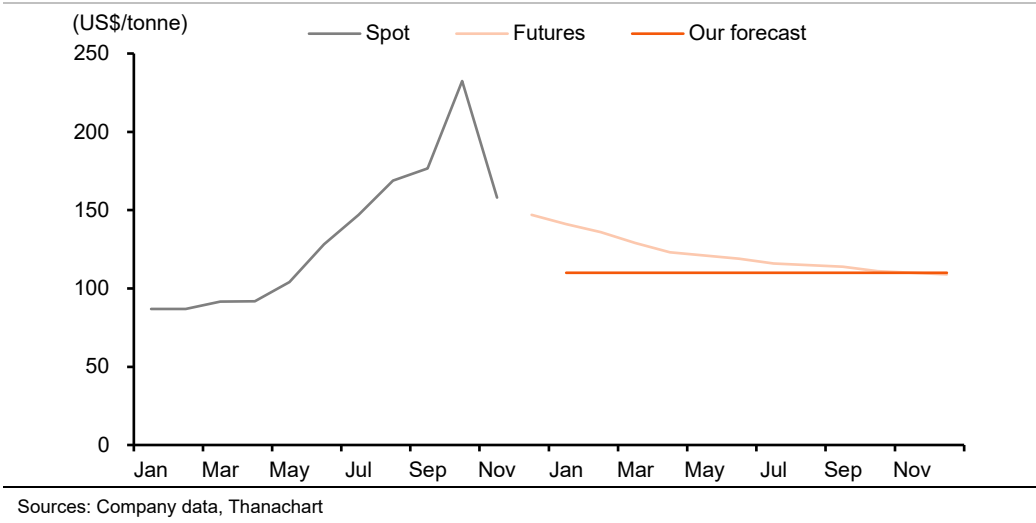
Ex 6: China's Coal Imports

Sources: Company data, Thanachart

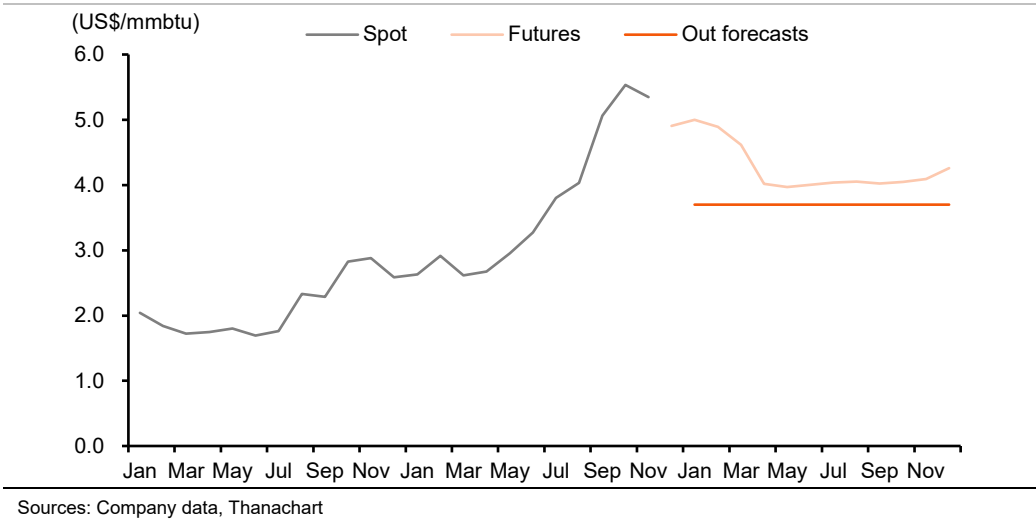
Ex 7: Inventories At Qinhuangdao Port Remain Very Low Vs. Five-year Average

Sources: Company data, Thanachart

Ex 8: NEX Coal Price



Ex 9: Henry Hub Gas Price



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	51,849	46,477	42,875	42,891	44,140	45,382	46,617	47,844	49,065	50,277	51,475	-
Free cash flow	6,432	17,766	16,155	16,920	18,276	19,668	21,057	22,440	23,819	25,193	26,555	383,894
PV of free cash flow	6,432	16,472	13,886	13,485	13,381	13,321	13,218	13,056	12,845	12,568	11,974	159,764
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												300,402
Less: net debt												115,609
Less: minority interest												51,899
Equity value - coal & gas												132,894
Battery												16,074
Power												48,539
Total value exc. Warrant												197,508
Add cash from warrant conversions:												
W4												8,458
W5												12,686
Net equity value												218,652
# of Shares												10,149
Total value per share (Bt/sh)												21.5

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	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	15.6	na	11.0	2.6	1.0	0.7	5.1	1.8	6.8	15.9
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	2.5	0.8	0.7	16.5	2.0	0.0	9.4
China Shenhua Energy	601088 CH	China	37.6	1.2	7.0	7.0	1.0	1.0	3.3	3.4	10.5	9.2
Datong Coal Industry	601001 CH	China	na	1.9	6.1	6.0	1.5	1.3	3.1	3.2	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	37.2	22.3	9.0	7.4	1.6	1.5	5.6	5.4	6.0	6.6
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	0.8	0.8	3.1	3.7	10.2	10.8
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	na	63.5	5.1	3.1	1.0	0.8	3.8	2.5	12.1	17.7
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	na	3.9	8.9	8.6	1.2	1.1	5.3	5.4	4.2	4.6
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	na	2.5	6.9	6.7	1.6	1.5	6.0	5.8	8.1	7.8
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	na	(15.0)	3.7	4.4	0.5	0.5	3.4	3.8	8.1	6.7
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	na	(9.0)	4.5	5.0	1.4	1.4	2.2	2.4	8.5	16.2
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	na	(4.4)	5.0	5.2	1.3	1.2	2.9	2.9	7.6	12.9
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	na	(13.2)	6.6	7.6	1.8	1.7	4.6	4.8	10.1	7.5
Banpu Plc *	BANPU TB	Thailand	na	(0.3)	4.6	4.6	0.9	0.9	4.1	3.7	7.1	7.4
Average			30.1	4.9	6.5	5.4	1.2	1.1	4.9	3.6	7.6	10.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 15 November 2021 closing prices

กรุณาดำเนินการตามแบบฟอร์มในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

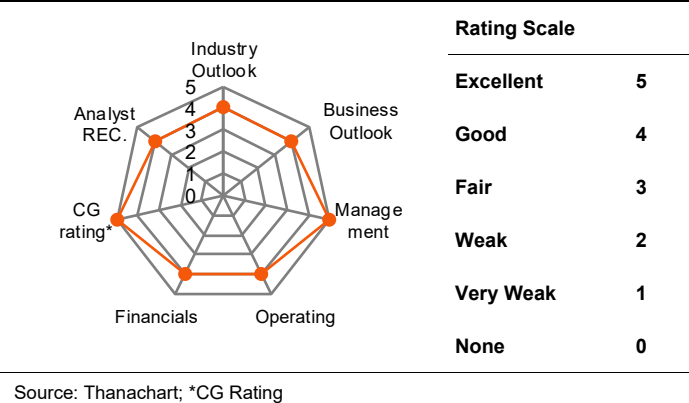
S — Strength

- ความเสี่ยงทางด้านการดำเนินงานลดลง เนื่องจากทำธุรกิจถ่านหินในหลายประเทศมากขึ้น
- การดำเนินงานมีความมั่นคงกว่าคู่แข่ง ผู้ซึ่งไม่ได้เป็นเจ้าของท่าเรือและ/หรือ โรงไฟฟ้า

O — Opportunity

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

COMPANY RATING



W — Weakness

- ความผันผวนของราคาถ่านหินยังคงส่งผลกระทบต่อกำไร แม้ว่าการกระจายความเสี่ยงในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาได้ลดการพึ่งพาถ่านหินของ BANPU ลงอย่างมาก
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.47	22.00	52%
Net profit 21F (Bt m)	10,659	12,930	21%
Net profit 22F (Bt m)	12,447	16,806	35%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 5	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการของเราสูงกว่าของตลาด 21-35% ซึ่งน่าจะสมมติฐานราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้นของเรา
- ตั้งน้ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาดอย่างมาก

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	111,476	121,519	114,656
Cost of sales	63,737	57,768	61,558	63,456	64,027
Gross profit	21,981	13,564	49,918	58,063	50,630
% gross margin	25.6%	19.0%	44.8%	47.8%	44.2%
Selling & administration expenses	21,059	17,128	22,174	23,450	22,777
Operating profit	922	(3,564)	27,744	34,613	27,853
% operating margin	1.1%	-5.0%	24.9%	28.5%	24.3%
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
EBITDA	11,457	9,979	43,367	52,377	47,164
% EBITDA margin	13.4%	14.0%	38.9%	43.1%	41.1%
Non-operating income	5,367	2,309	1,330	1,254	1,199
Non-operating expenses	(168)	(199)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,657)	(5,420)	(7,356)	(6,134)	(6,073)
Pre-tax profit	463	(6,874)	21,399	29,413	22,679
Income tax	2,436	269	8,560	11,765	9,072
After-tax profit	(1,973)	(7,143)	12,839	17,648	13,608
% net margin	-2.3%	-10.0%	11.5%	14.5%	11.9%
Shares in affiliates' Earnings	6,444	4,239	5,409	6,227	6,797
Minority interests	(1,905)	(1,217)	(5,319)	(7,069)	(5,850)
Extraordinary items	(2,962)	2,336	0	0	0
NET PROFIT	(395)	(1,786)	12,930	16,806	14,555
Normalized profit	2,567	(4,122)	12,930	16,806	14,555
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	2.3	2.3	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.5	(0.8)	2.3	2.3	1.6

Profit growth is offset by
dilution impact

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	41,095	47,301	51,506	54,329	52,553
Cash & cash equivalent	16,388	23,777	16,836	16,836	16,836
Account receivables	7,415	7,482	10,689	11,653	10,994
Inventories	4,782	3,935	5,060	5,216	5,262
Others	12,510	12,107	18,920	20,625	19,460
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	115,096	108,892
Total assets	243,312	281,648	293,642	323,631	316,101
LIABILITIES:					
Current liabilities:	47,026	66,405	44,993	47,224	40,276
Account payables	1,798	2,025	1,096	1,130	1,140
Bank overdraft & ST loans	13,716	24,856	13,398	13,244	10,121
Current LT debt	16,417	24,520	9,647	9,536	7,287
Others current liabilities	15,095	15,003	20,853	23,313	21,728
Total LT debt	103,749	112,559	110,936	109,664	83,804
Others LT liabilities	13,084	18,129	29,798	32,443	30,901
Total liabilities	163,859	197,092	185,727	189,331	154,982
Minority interest	18,286	22,211	27,530	34,599	40,449
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,162	5,075	6,766	8,458	10,149
Share premium	15,372	15,372	22,139	28,905	39,900
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(25,675)	(19,348)	(19,348)	(19,348)	(19,348)
Retained earnings	66,308	61,245	70,828	81,686	89,969
Shareholders' equity	61,167	62,344	80,384	99,700	120,670
Liabilities & equity	243,312	281,648	293,642	323,631	316,101

Balance sheet is
improving with strong
profit and new capital

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	463	(6,874)	21,399	29,413	22,679
Tax paid	(2,587)	(543)	(8,328)	(11,821)	(9,047)
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
Chg In working capital	3,509	1,006	(5,261)	(1,085)	621
Chg In other CA & CL / minorities	(7,019)	7,560	4,214	7,039	6,352
Cash flow from operations	4,901	14,692	27,647	41,310	39,917
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)	11,669	(6,660)	4,817
Cash flow from investments	12,592	(40,863)	(11,743)	(42,284)	(15,099)
Debt financing	428	30,596	(27,954)	(1,536)	(31,232)
Capital increase	0	(87)	8,458	8,458	12,686
Dividends paid	(3,613)	(2,030)	(3,347)	(5,947)	(6,272)
Warrants & other surplus	(17,885)	5,080	0	0	0
Cash flow from financing	(21,070)	33,559	(22,844)	975	(24,818)
Free cash flow	(4,093)	(17,578)	7,647	9,710	20,917

We expect FCF to be strong in 2021-23F

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	21.5	na	4.6	4.6	6.5
Normalized PE - at target price (x)	44.2	na	9.4	9.4	13.4
PE (x)	na	na	4.6	4.6	6.5
PE - at target price (x)	na	na	9.4	9.4	13.4
EV/EBITDA (x)	15.1	19.3	4.1	3.7	3.8
EV/EBITDA - at target price (x)	20.2	25.1	5.5	5.2	5.9
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9
P/CFO (x)	11.3	3.7	2.1	1.9	2.4
Price/sales (x)	0.8	1.0	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	5.6	2.8	7.1	7.4	5.4
FCF Yield (%)	(7.4)	(32.1)	13.0	12.6	22.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	(0.8)	2.3	2.3	1.6
EPS	(0.1)	(0.3)	2.3	2.3	1.6
DPS	0.6	0.3	0.8	0.8	0.6
BV/share	11.8	12.3	11.9	11.8	11.9
CFO/share	0.9	2.9	5.0	5.7	4.5
FCF/share	(0.8)	(3.4)	1.4	1.3	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive at 5x 2021-22F PE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(24.0)	(16.8)	56.3	9.0	(5.6)
Net profit (%)	na	na	na	30.0	(13.4)
EPS (%)	na	na	na	(0.3)	(29.9)
Normalized profit (%)	(74.4)	na	na	30.0	(13.4)
Normalized EPS (%)	(74.4)	na	na	(0.3)	(29.9)
Dividend payout ratio (%)	(783.6)	(85.2)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.6	19.0	44.8	47.8	44.2
Operating margin (%)	1.1	(5.0)	24.9	28.5	24.3
EBITDA margin (%)	13.4	14.0	38.9	43.1	41.1
Net margin (%)	(2.3)	(10.0)	11.5	14.5	11.9
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.9	1.2	1.0	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.1	0.9	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	3.8	5.6	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.8	5.9	8.5	7.8
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	4.5	5.4	4.6
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	18.1	18.7	13.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	18.0	19.6	12.3
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	7.1	na	25.8	29.3	25.1
- leverage (x)	3.6	4.3	4.0	3.4	2.9
- interest burden (%)	7.6	472.7	74.4	82.7	78.9
- 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)	8.3	10.5	7.8
NOPAT (Bt m)	(3,927)	(3,564)	16,647	20,768	16,712
invested capital (Bt m)	178,661	200,502	197,529	215,309	205,046

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 149 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2110A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 พรรณาธารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง รดา ลิ้มสุทธวิวัฒน์ภูมิ 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 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 จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต 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