

# Fundamental Story

Banpu Power Pcl (BPP TB) - BUY, Price Bt16.80, TP Bt22.50

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

## ผลการดำเนินงาน 4Q21 อ่อนแอ

- BPP รายงานผลขาดทุนจากการดำเนินงาน 98 ลบ. ใน 4Q21 โดยได้แรงกดดันอย่างหนักจากราคาด่านหินที่พุ่งสูงขึ้นมากในจีน ซึ่งมีโรงไฟฟ้าหลักของบริษัทตั้งอยู่สี่โรง ส่วนโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐที่เพิ่งซื้อเข้ามามีผลขาดทุนเช่นกัน จากราคาก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้นทั่วโลก ทำให้ทั้งปีของ BPP ลดลง 27% y-y เหลือ 2.4 พันลบ. ในปี 2021
- รายได้รวมเพิ่มเป็น 3.1 พันลบ. ใน 4Q21 โดยได้แรงหนุนจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณขายและราคาขายทั้งไฟฟ้าและไอน้ำในจีน เพื่อสะท้อนต้นทุนถ่านหินที่สูงขึ้น และการเริ่มรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติแห่งใหม่ในสหรัฐ
- แต่อย่างไรก็ตาม BPP มีผลขาดทุนขั้นต้น 145 ลบ. โดยผลขาดทุน 106 ลบ. มาจากโรงไฟฟ้าถ่านหินสามแห่งในจีน ที่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนถ่านหินที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ส่วนผลขาดทุนอีก 39 ลบ. มาจากโรงไฟฟ้าก๊าซ Temple-1 ที่ซื้อเมื่อเดือน พ.ย. 2021 เนื่องด้วยต้นทุนเชื้อเพลิง (ก๊าซธรรมชาติ) สูงขึ้น
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นอย่างมากเป็น 439 ลบ. ใน 4Q21 เพิ่มขึ้น 54% y-y และ 89% q-q โดย BPP ให้เหตุผลว่ามาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้น และค่าที่ปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในระหว่างปี EBITDA จึงอ่อนแอเช่นกัน โดยขาดทุน 356 ลบ.
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือ (หลังหักผลจาก FX และรายการทางบัญชีอื่น) อยู่ที่ 283 ลบ. ลดลง 70% y-y และ 36% q-q โดยมีเฉพาะโรงไฟฟ้า IPP Hongsa ที่กำไรโดดเด่นอยู่ที่ 832 ลบ. ส่วนโรงไฟฟ้าถ่านหิน Shanxi Luguang ขาดทุน 267 ลบ. และมีผลขาดทุนอีก 304 ลบ. จาก Banpu NEXT
- BPP ประกาศจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้าย 0.35 บาทต่อหุ้น โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 8 เมษายน และจ่ายเงินปันผลวันที่ 27 เมษายน 2022 รวมเงินปัน 0.65 บาทต่อหุ้น สำหรับปี 2021 หรือคิดเป็นอัตรการจ่ายปันผล 63% จากกำไรสุทธิ
- เราคาดมีความเสี่ยงทางลบอย่างมาก ต่อประมาณการกำไรของเรา เนื่องจากราคาด่านหินในจีนดูจะยังอยู่ในระดับสูงในช่วง 1H22F เราจะทบทวนประมาณการและคำแนะนำของเราอีกครั้ง

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Revenue	1,629	1,812	861	1,048	3,064	
<b>Gross profit</b>	<b>371</b>	<b>349</b>	<b>(103)</b>	<b>(141)</b>	<b>(145)</b>	
SG&A	285	205	228	232	439	
Operating profit	86	144	(331)	(373)	(583)	
<b>EBITDA</b>	<b>153</b>	<b>254</b>	<b>(211)</b>	<b>(249)</b>	<b>(356)</b>	
Other income	264	223	197	316	298	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	48	33	41	44	130	
<b>Profit before tax</b>	<b>302</b>	<b>334</b>	<b>(175)</b>	<b>(102)</b>	<b>(415)</b>	
Income tax	93	94	(19)	8	(25)	
Equity & invest. income	1,143	812	1,204	533	343	
Minority interests	(9)	(6)	14	(4)	(52)	
Extraordinary items	(142)	(13)	64	177	469	
<b>Net profit</b>	<b>1,201</b>	<b>1,034</b>	<b>1,126</b>	<b>596</b>	<b>371</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>1,343</b>	<b>1,047</b>	<b>1,062</b>	<b>419</b>	<b>(98)</b>	
EPS (Bt)	0.39	0.34	0.37	0.20	0.12	
Normalized EPS (Bt)	0.44	0.34	0.35	0.14	(0.03)	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Cash & ST investment	2,169	2,653	1,388	1,196	2,635	
A/C receivable	938	1,158	1,015	1,065	1,311	
Inventory	505	202	391	460	1,186	
Other current assets	3,907	4,330	4,228	4,635	4,750	
Investment	26,639	30,088	32,128	33,734	33,766	
Fixed assets	8,001	8,180	8,431	8,841	23,811	
Other assets	7,404	7,461	7,514	8,016	7,407	
<b>Total assets</b>	<b>49,563</b>	<b>54,074</b>	<b>55,095</b>	<b>57,947</b>	<b>74,867</b>	
S-T debt	2,405	2,463	5,533	6,302	7,991	
A/C payable	170	134	187	187	331	
Other current liabilities	1,492	3,806	1,272	2,055	2,647	
L-T debt	3,481	3,271	2,706	2,508	13,965	
Other liabilities	37	36	37	43	354	
Minority interest	869	904	927	983	3,944	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>41,109</b>	<b>43,461</b>	<b>44,432</b>	<b>45,870</b>	<b>45,635</b>	
Working capital	1,273	1,227	1,219	1,338	2,166	
Total debt	5,886	5,733	8,239	8,810	21,956	
<b>Net debt</b>	<b>3,716</b>	<b>3,080</b>	<b>6,852</b>	<b>7,614</b>	<b>19,321</b>	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement		12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F	
Revenue	192	88	111	6,784	6,196	
<b>Gross profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(5)</b>	<b>(40)</b>	<b>898</b>	
SG&A	89	54	121	1,103	922	
Operating profit	na	na	938	(1,143)	(25)	
<b>EBITDA</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(193)</b>	<b>(562)</b>	<b>399</b>	
Other income	(6)	13	125	1,034	751	
Other expense			na	0	0	
Interest expense	194	170	89	249	345	
<b>Profit before tax</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(85)</b>	<b>(358)</b>	<b>381</b>	
Income tax	na	na	39	57	114	
Equity & invest. income	(36)	(70)	83	2,892	3,977	
Minority interests	na	na	44	(47)	(122)	
Extraordinary items	165	na	na	698	0	
<b>Net profit</b>	<b>(38)</b>	<b>(69)</b>	<b>85</b>	<b>3,127</b>	<b>4,123</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>66</b>	<b>2,429</b>	<b>4,123</b>	
EPS (Bt)	(38)	(69)	85	1.03	1.35	
Normalized EPS (Bt)	na	na	66	0.80	1.35	

Financial Ratios		12M as				
(%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Sales growth	(2.6)	(1.7)	(18.9)	7.8	88.1	
Operating profit growth	na	(48.2)	na	na	na	
EBITDA growth	8.7	(42.7)	na	na	na	
Norm profit growth	2,003.4	(30.3)	40.7	(50.2)	na	
Norm EPS growth	2,003.4	(30.3)	40.8	(50.1)	na	
Gross margin	22.8	19.3	(11.9)	(13.5)	(4.7)	
Operating margin	5.3	8.0	(38.4)	(35.6)	(19.0)	
EBITDA margin	9.4	14.0	(24.5)	(23.8)	(11.6)	
Norm net margin	82.4	57.8	123.3	40.0	(3.2)	
D/E (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	
Net D/E (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	
Interest coverage (x)	3.2	7.7	(5.1)	(5.6)	(2.7)	
Interest rate	2.5	2.3	2.4	2.1	3.4	
Effective tax rate	30.8	28.0	10.8	(7.7)	6.1	
ROA	10.5	8.1	7.8	3.0	(0.6)	
ROE	13.1	9.9	9.7	3.7	(0.9)	

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTT16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOM, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTTP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเมเนท์ 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)