

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 17.00

(From: Bt 22.00)

24 MARCH 2022

Upside : 50.4%

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

แนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BANPU แต่ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 17 บาท จาก 22 บาท จากการปรับสมมติฐานอัตราคิดลดสูงขึ้นแม้จะปรับกำไรขึ้นก็ตาม เราคาดว่าราคาถ่านหินและก๊าซจะยืนอยู่ในระดับสูง และมองว่า valuation ของ BANPU น่าสนใจที่ 3.6-4.3 เท่า 2022-23F PE กำไรที่เติบโตแข็งแกร่ง และการลงทุนใหม่เป็นปัจจัยผลักดัน



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

ราคาถ่านหินสูงท่ามกลางการแยกตัวระหว่างยุโรปกับรัสเซีย

เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหิน NEX เป็น US\$200/180/150/ton ในปี 2022-24F และเป็น US\$120/ton ในระยะยาว การปรับเพิ่มนี้เพื่อสะท้อนถึงตลาดถ่านหิน seaborne ที่ตึงตัวมากขึ้น เนื่องจากชาติตะวันตกและพันธมิตรยังคงแยกตัวออกจากแหล่งพลังงานของรัสเซีย อย่างไรก็ตาม ความโชคดีที่ถูกหักล้างด้วยนโยบายของจีนที่จะเพิ่มกำลังการผลิตถ่านหินขึ้น 300 ล้านตัน และกำหนดช่วงราคาถ่านหินระยะยาวที่ CYN570-770/ton เราคิดว่ามาตรการเหล่านี้ในที่สุดจะลดการพึ่งพาถ่านหินนำเข้าสำหรับจีน แต่อย่างไรก็ตาม สมมติฐานราคา NEX ในระยะยาวของเรานั้นอยู่ในช่วงราคาของรัฐบาลจีน ดังนั้นจึงสะท้อนความเสี่ยงนี้แล้ว นอกจากนี้ BANPU ยังผลิตถ่านหินที่มีค่าความร้อนสูง ซึ่งจีนมีอุปทานจำกัดและอาจต้องพึ่งพาการนำเข้าต่อไป

มี Upside risks จากการเลิกใช้ถ่านหินของออสเตรเลีย

เราเห็น upside risks ในระยะยาวสำหรับ BANPU จากการเลิกใช้ถ่านหินของออสเตรเลีย ปัจจุบันเหมือนในออสเตรเลียของ BANPU ต้องขายราว 60-70% ของผลผลิตในประเทศที่ราคาต่ำกว่าราคาส่งออกอย่างมาก ยกตัวอย่างเช่น ราคาขายเฉลี่ยในประเทศอยู่ที่ A\$75/ton ในปี 2021 เทียบกับราคาส่งออกจริงที่ A\$139/ton แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยการปิดโรงไฟฟ้าถ่านหินที่ใหญ่ที่สุดของรัฐ NSW ก่อนกำหนดในปี 2025F (เทียบกับเดิมในปี 2032F) และการเร่งการเลิกใช้ถ่านหินในออสเตรเลีย เราเชื่อว่าจะมีปริมาณพร้อมสำหรับตลาดส่งออกมากขึ้น ซึ่งสามารถทำให้ราคาขายเฉลี่ยของ BANPU จากออสเตรเลียเพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น

ก๊าซธรรมชาติมีความสำคัญในระยะยาว

เราปรับเพิ่มราคาก๊าซ Henry Hub ที่รับรู้ของ BANPU (สุทธิจากผลกระทบจากการป้องกันความเสี่ยง) ขึ้น 6-15% ในปี 2023-25F เป็น US\$3.8/4.0/4.1/mmbtu แต่ยังคงสมมติฐานปี 2022F ที่ US\$3.7/mmbtu เช่นเดิม เราคาดว่าแผนของยุโรปที่จะลดการพึ่งพาก๊าซของรัสเซียจะนำไปสู่ความต้องการ US LNG มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่น่าจะมี upside ที่จำกัดในระยะสั้น เนื่องจากโรงงานผลิตก๊าซธรรมชาติเหลวของสหรัฐดำเนินการเต็มประสิทธิภาพแล้ว แต่เราเชื่อว่าโรงงานอีกหลายแห่งจะถูกคว่ำบาตรในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า สำหรับ BANPU, EBIT ของบริษัทที่มาจากก๊าซมีแนวโน้มที่จะมีส่วนเพิ่มขึ้นจาก 19% ในปี 2022F เป็น 43% ภายในปี 2025F (สุทธิจากผลกระทบจากการป้องกันความเสี่ยง)

กำไรมีแนวโน้มแข็งแกร่ง แต่อัตราคิดลดสูงขึ้น

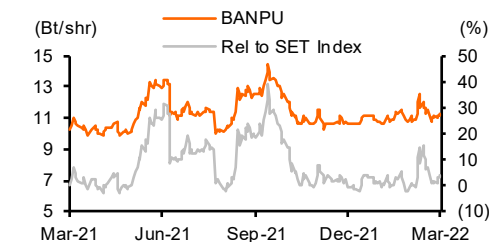
เราปรับเพิ่มกำไรของเราขึ้น 35-60% ในปี 2022-24F เนื่องจากราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้นได้ชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้นและปริมาณที่ลดลงได้บางส่วน เราคาดว่า EPS จะเติบโต 77% (สุทธิจาก dilution) ในปี 2022F และจากนั้นลดลง 17% ในปี 2023F เนื่องจากราคาถ่านหินถ่านหินจะกลับสู่ภาวะปกติ อย่างไรก็ตาม เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 17 บาท จาก 22 บาท จากสมมติฐานอัตราคิดลดที่สูงขึ้นสะท้อนมุมมองของตลาดต่อหุ้นได้ดีขึ้น ถึงกระนั้น BANPU ยังน่าสนใจที่ 3.6-4.3 เท่า 2022-23F PE ขณะที่ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น 5.4-6.5 เท่า 2022-23F PE

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่คำแนะนำในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	133,190	159,260	156,740	145,230
Net profit	9,852	22,759	23,249	20,138
Consensus NP	—	20,254	17,812	20,935
Diff firm cons (%)	—	12.4	30.5	(3.8)
Norm profit	7,520	22,759	23,249	20,138
Prev. Norm profit	—	16,806	14,555	13,147
Chg firm prev (%)	—	35.4	59.7	53.2
Norm EPS (Bt)	1.4	3.2	2.6	2.0
Norm EPS grw (%)	na	132.1	(17.3)	(24.2)
Norm PE (x)	8.3	3.6	4.3	5.7
EV/EBITDA (x)	4.6	3.0	2.9	2.9
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	4.0	9.5	8.1	7.0
ROE (%)	10.6	24.8	19.7	14.7
Net D/E (%)	152.1	92.0	58.3	37.1

PRICE PERFORMANCE

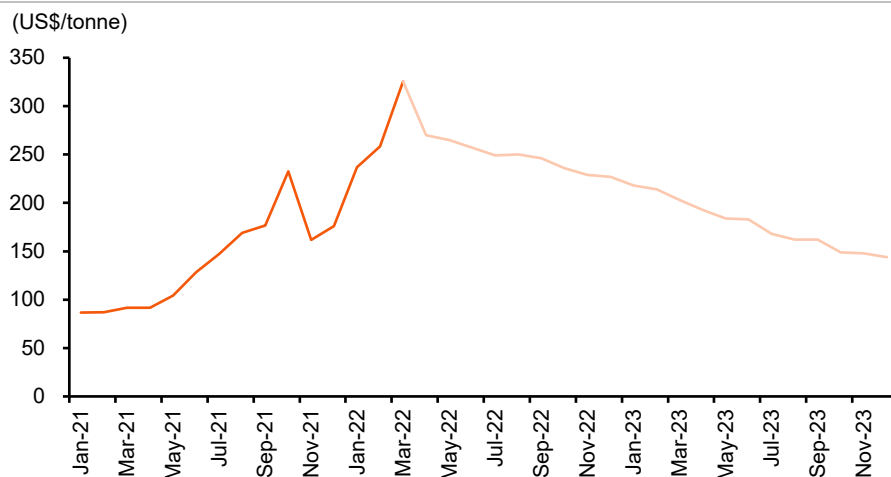


COMPANY INFORMATION

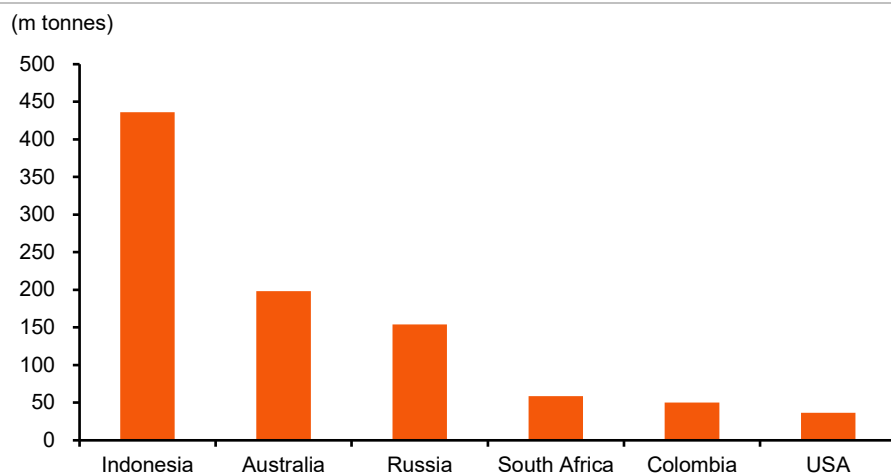
Price as of 24-Mar-22 (Bt)	11.30
Market Cap (US\$ m)	2,274.4
Listed Shares (m shares)	6,766.1
Free Float (%)	88.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	48.9
12M Price H/L (Bt)	14.50/9.86
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkrit family 8.55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

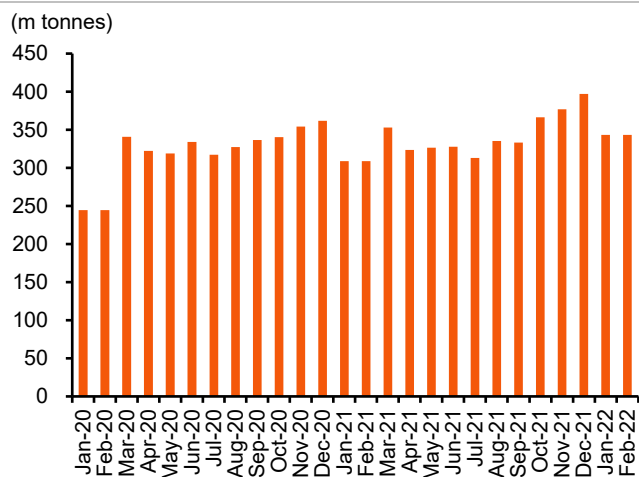
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: NEX Coal Price And Futures

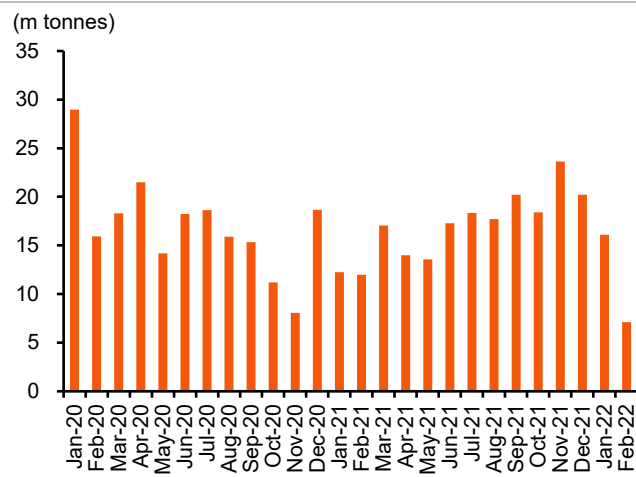
Sources: Bloomberg, Company data

Ex 2: Thermal Coal Exports By Country In 2021

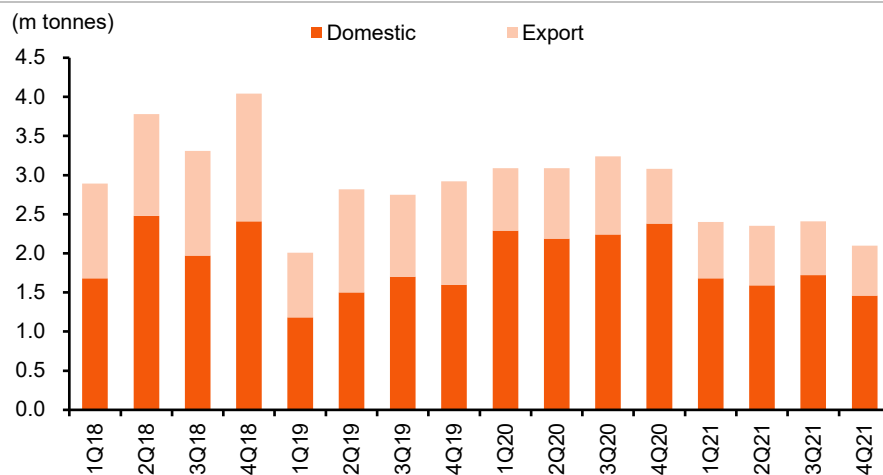
Sources: Sxcoal, S&P Global Platts

Ex 3: China's Coal Production

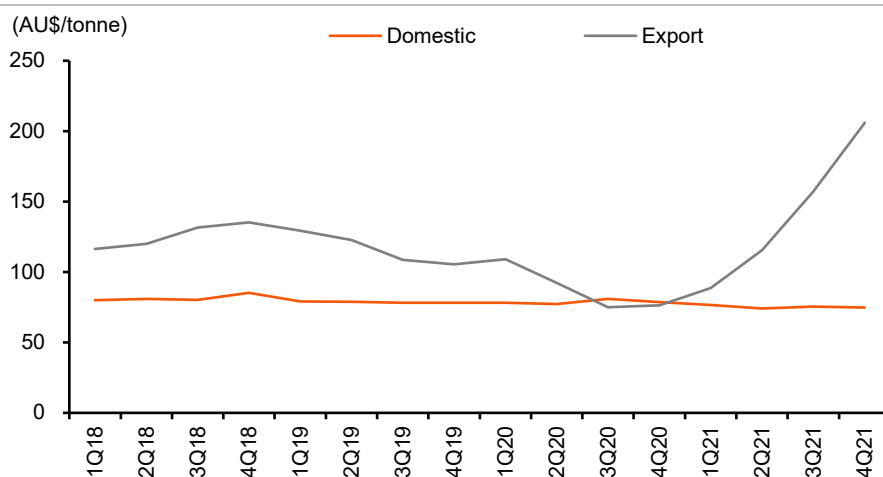
Source: Bloomberg

Ex 4: China's Coal Imports

Source: Bloomberg

Ex 5: BANPU's Australian Coal Sales Volume

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: BANPU's Australian Coal ASP

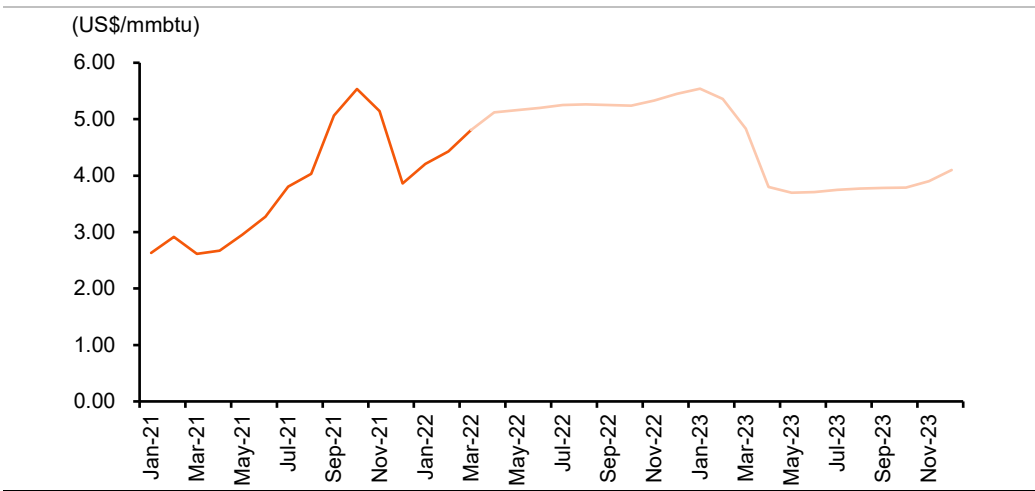
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: List Of NSW Coal-Fired Power Stations

Power station	Size (MW)	Scheduled closure	BANPU's customers?
Liddell	1,680	2023	
Eraring	2,880	2025	Yes
Vales Point B	1,320	2028	Yes
Bayswater	2,640	2035	
Mt Piper	1,400	2043	Yes

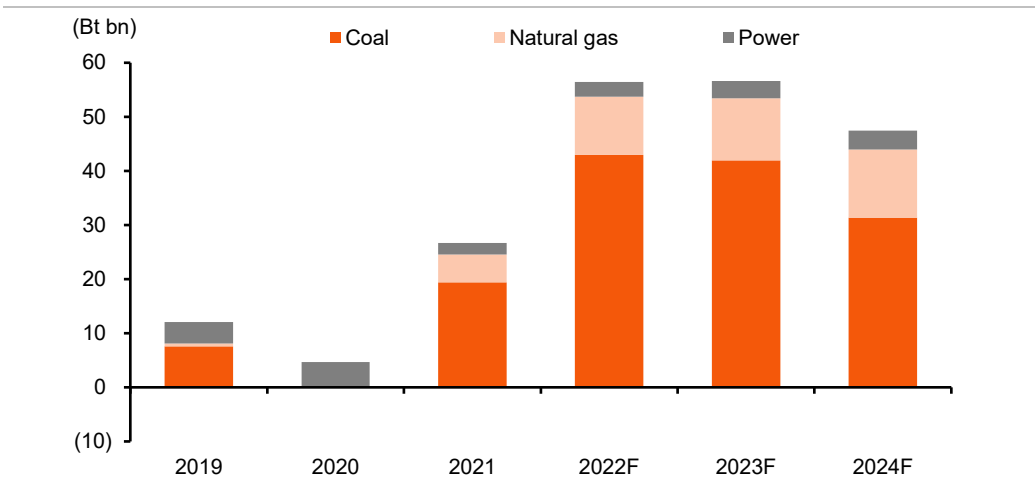
Sources: Company data, AEMC

Ex 8: Henry Hub Gas Price And Futures



Source: Bloomberg

Ex 9: EBIT Net Of Hedging Gain/Loss



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Key Assumption Changes

Assumption	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
NEX coal price (USD/tonne)						
New	59	138	200	180	150	120
Old			110	100	95	95
Change (%)			81.8	80.0	57.9	26.3
Coal sales volume (m tonnes)						
New	33.7	29.9	29.7	29.1	28.5	27.9
Old			31.0	31.0	31.0	31.0
Change (%)			(4.3)	(6.2)	(8.1)	(9.9)
Coal production cost (US\$/tonne)						
New	57.6	69.8	73.5	72.7	73.0	73.9
Old			56.2	56.2	56.2	56.5
Change (%)			30.7	29.3	30.0	30.8
Realized HH gas price* (USD/mmbtu)						
New	2.12	2.70	3.70	3.80	4.00	4.08
Old			3.70	3.60	3.50	3.54
Change (%)			0.0	5.6	14.3	15.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Realized Henry Hub gas price is net of BANPU's hedging position

Ex 11: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	EPS					TP
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	
New / Actual	(0.35)	1.79	3.16	2.62	1.98	17.00
Old			2.34	1.64	1.30	22.00
Change (%)			35.4	59.7	53.2	(22.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: We increase our WACC and holding discount for BPP so that our TP is lowered despite higher earnings.

Ex 12: 12-month DCF-derived TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Coal EBITDA and equity income	72,299	65,774	49,101	45,362	45,990	46,643	47,321	48,023	48,749	49,490	50,256	-
Free cash flow	21,920	32,308	23,762	21,031	21,667	22,672	23,693	24,730	25,783	26,843	27,921	341,748
PV of free cash flow	20,175	27,362	18,523	15,088	14,031	13,489	12,951	12,420	11,871	11,328	10,353	126,722
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.5											
WACC (%)	8.7											
Terminal growth (%)	2.0											

BANPU's sum-of-the-parts valuation												(Bt m)
PV of cash flow												294,312
Less: net debt (2022F)												127,860
Less: minority interest												67,206
Equity value - coal & gas												99,246
Battery												12,085
Power												43,146
Total value exc. Warrant												154,477
Add cash from warrants:												
W4												8,458
W5												12,686
Net equity value												175,621
# of Shares												10,149
Total value per share (Bt/sh)												17.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	na	(25.0)	3.1	4.2	1.1	0.9	1.9	2.8	4.1	15.8
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	(6.9)	3.7	3.9	1.1	0.9	2.5	2.8	0.0	7.9
China Shenhua Energy	601088 CH	China	7.3	3.4	9.5	9.2	1.5	1.3	5.0	5.1	7.2	7.0
Datong Coal Industry	601001 CH	China	(5.6)	8.4	6.6	6.1	1.8	1.4	4.0	3.6	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	25.3	12.6	8.1	7.2	na	na	4.4	4.0	4.9	4.9
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	0.8	0.8	4.1	4.0	6.0	6.6
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	56.1	9.1	6.7	6.1	1.7	1.4	4.4	4.0	6.5	9.7
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	13.2	10.4	7.5	6.8	1.2	1.0	4.9	4.9	3.6	4.0
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	11.5	(3.9)	10.3	10.8	2.5	2.2	6.6	7.5	4.6	5.2
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	(13.6)	(6.1)	5.4	5.8	0.6	0.6	4.1	4.1	6.3	5.3
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	14.6	(29.6)	4.6	6.5	1.6	1.6	2.2	2.8	8.4	18.3
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	5.3	(22.7)	5.2	6.8	1.4	1.3	2.4	3.4	5.2	11.8
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	20.5	(24.8)	7.7	10.2	2.4	2.2	5.4	6.3	9.4	6.5
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	132.1	(17.3)	3.6	4.3	0.9	0.9	3.0	2.9	9.5	8.1
Average			24.3	(7.1)	6.3	6.8	1.4	1.3	3.9	4.1	5.8	8.6

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 24 March 2022 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

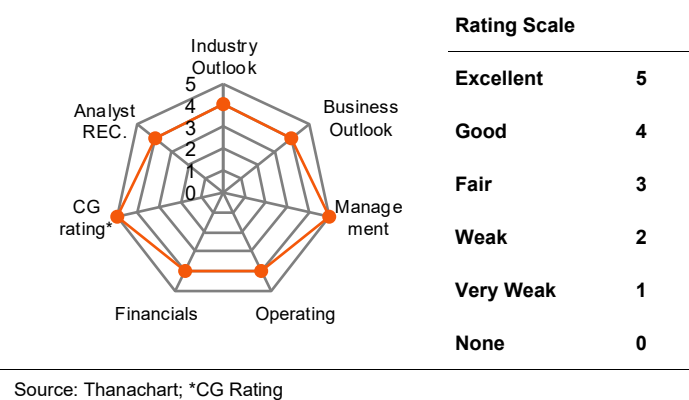
S — Strength

- แข็งแกร่งในประเทศส่งออกถ่านหินที่สำคัญ (ออสเตรเลีย, อินโดนีเซีย)
- การดำเนินงานด้านก๊าซขนาดใหญ่และกำลังเติบโตในสหรัฐอเมริกา

O — Opportunity

- BANPU มีเป้าหมายที่จะขยายธุรกิจ US shale gas หลังจากที่ได้สร้างฐานรากที่มั่นคงแล้ว
- ธุรกิจพลังงานใหม่ เช่น แบตเตอรี่ลิเทียมไอออน และเหมืองนิกเกิล มีศักยภาพในการเติบโตที่แข็งแกร่ง

COMPANY RATING



W — Weakness

- BANPU ยังคงขึ้นอยู่กับถ่านหินอย่างมาก แม้จะพยายามกระจายไปสู่พลังงานที่สะอาดก็ตาม
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม
- ราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงอาจทำให้ทั่วโลกเร่งการหยุดใช้เชื้อเพลิงเหล่านี้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.92	17.00	22%
Net profit 22F (Bt m)	20,254	22,759	12%
Net profit 23F (Bt m)	17,812	23,249	31%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด 21-31% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะสมมติฐานราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้นของเรา
- ดัชนีราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาดอย่างมาก

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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	71,332	133,190	159,260	156,740	145,230
Cost of sales	57,768	76,916	79,238	77,328	76,931
Gross profit	13,564	56,274	80,022	79,412	68,299
% gross margin	19.0%	42.3%	50.2%	50.7%	47.0%
Selling & administration expenses	17,128	24,824	29,337	28,818	27,338
Operating profit	(3,564)	31,450	50,685	50,595	40,961
% operating margin	-5.0%	23.6%	31.8%	32.3%	28.2%
Depreciation & amortization	13,543	15,895	18,666	20,379	24,108
EBITDA	9,979	47,346	69,351	70,974	65,070
% EBITDA margin	14.0%	35.5%	43.5%	45.3%	44.8%
Non-operating income	2,309	(12,846)	1,913	1,554	1,462
Non-operating expenses	(199)	(307)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,420)	(5,576)	(7,074)	(5,935)	(4,927)
Pre-tax profit	(6,874)	12,722	45,205	45,894	37,196
Income tax	269	6,372	18,082	18,358	14,878
After-tax profit	(7,143)	6,350	27,123	27,536	22,318
% net margin	-10.0%	4.8%	17.0%	17.6%	15.4%
Shares in affiliates' Earnings	4,239	7,290	5,733	6,000	6,481
Minority interests	(1,217)	(6,121)	(10,097)	(10,287)	(8,661)
Extraordinary items	2,336	2,332	0	0	0
NET PROFIT	(1,786)	9,852	22,759	23,249	20,138
Normalized profit	(4,122)	7,520	22,759	23,249	20,138
EPS (Bt)	(0.3)	1.8	3.2	2.6	2.0
Normalized EPS (Bt)	(0.8)	1.4	3.2	2.6	2.0

We expect strong earnings growth in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	47,301	85,437	67,435	66,602	63,476
Cash & cash equivalent	23,777	42,704	18,123	18,123	18,123
Account receivables	7,482	15,806	15,271	15,030	13,926
Inventories	3,935	3,905	6,513	6,356	6,323
Others	12,107	23,022	27,528	27,093	25,103
Investments & loans	51,389	55,806	58,960	62,703	63,338
Net fixed assets	77,523	114,167	115,619	126,972	122,011
Other assets	105,435	110,390	110,573	109,029	101,362
Total assets	281,648	365,799	352,586	365,305	350,187
LIABILITIES:					
Current liabilities:	66,405	97,191	61,371	58,358	49,689
Account payables	2,025	3,293	1,411	1,377	1,370
Bank overdraft & ST loans	24,856	39,232	14,598	12,063	9,089
Current LT debt	24,520	21,418	10,511	8,685	6,544
Others current liabilities	15,003	33,248	34,850	36,233	32,685
Total LT debt	112,559	139,747	120,874	99,879	75,260
Others LT liabilities	18,129	25,164	31,405	31,110	29,158
Total liabilities	197,092	262,102	213,650	189,347	154,107
Minority interest	22,211	24,420	34,517	44,804	53,465
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,075	6,766	8,458	10,149	10,149
Share premium	15,372	22,139	28,905	39,900	39,900
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(19,348)	(17,950)	(17,950)	(17,950)	(17,950)
Retained earnings	61,245	68,322	85,007	99,054	110,515
Shareholders' equity	62,344	79,277	104,419	131,154	142,614
Liabilities & equity	281,648	365,799	352,586	365,305	350,187

We expect leverage to come down with high earnings and limited new borrowing

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(6,874)	12,722	45,205	45,894	37,196
Tax paid	(543)	(3,165)	(19,283)	(17,480)	(15,522)
Depreciation & amortization	13,543	15,895	18,666	20,379	24,108
Chg In working capital	1,006	(7,025)	(3,956)	365	1,129
Chg In other CA & CL / minorities	7,560	7,550	4,030	6,940	5,566
Cash flow from operations	14,692	25,978	44,661	56,099	52,478
Capex	(32,269)	(52,539)	(20,000)	(31,600)	(19,000)
Right of use	(2,149)	(53)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,678)	(4,417)	(3,154)	(3,743)	(635)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,767)	2,084	6,241	1,416	5,868
Cash flow from investments	(40,863)	(54,926)	(17,212)	(34,228)	(14,068)
Debt financing	30,596	40,793	(54,413)	(25,356)	(29,733)
Capital increase	(87)	8,458	8,458	12,686	0
Dividends paid	(2,030)	(1,776)	(6,074)	(9,202)	(8,677)
Warrants & other surplus	5,080	400	0	0	0
Cash flow from financing	33,559	47,875	(52,030)	(21,871)	(38,411)
Free cash flow	(17,578)	(26,561)	24,661	24,499	33,478

We expect high FCF in 2022-23F

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	8.3	3.6	4.3	5.7
Normalized PE - at target price (x)	na	12.5	5.4	6.5	8.6
PE (x)	na	6.3	3.6	4.3	5.7
PE - at target price (x)	na	9.5	5.4	6.5	8.6
EV/EBITDA (x)	19.6	4.6	3.0	2.9	2.9
EV/EBITDA - at target price (x)	22.6	5.3	3.6	3.6	3.8
P/BV (x)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
P/CFO (x)	3.9	2.4	1.8	1.8	2.2
Price/sales (x)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	2.7	4.0	9.5	8.1	7.0
FCF Yield (%)	(30.4)	(42.6)	30.3	24.4	29.2
(Bt)					
Normalized EPS	(0.8)	1.4	3.2	2.6	2.0
EPS	(0.3)	1.8	3.2	2.6	2.0
DPS	0.3	0.5	1.1	0.9	0.8
BV/share	12.3	11.7	12.3	12.9	14.1
CFO/share	2.9	4.7	6.2	6.3	5.2
FCF/share	(3.4)	(4.8)	3.4	2.8	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive in our view at less than 4x 2022F PE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.8)	86.7	19.6	(1.6)	(7.3)
Net profit (%)	na	na	131.0	2.2	(13.4)
EPS (%)	na	na	77.1	(17.3)	(24.2)
Normalized profit (%)	na	na	202.7	2.2	(13.4)
Normalized EPS (%)	na	na	132.1	(17.3)	(24.2)
Dividend payout ratio (%)	(85.2)	30.9	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.0	42.3	50.2	50.7	47.0
Operating margin (%)	(5.0)	23.6	31.8	32.3	28.2
EBITDA margin (%)	14.0	35.5	43.5	45.3	44.8
Net margin (%)	(10.0)	4.8	17.0	17.6	15.4
D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.9	1.1	0.7	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.5	0.9	0.6	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.6	7.2	8.5	8.3
Interest coverage - EBITDA (x)	1.8	8.5	9.8	12.0	13.2
ROA - using norm profit (%)	na	2.3	6.3	6.5	5.6
ROE - using norm profit (%)	na	10.6	24.8	19.7	14.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	9.0	29.5	23.4	16.3
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	13.7	32.8	33.1	29.0
- leverage (x)	4.3	4.6	3.9	3.0	2.6
- interest burden (%)	472.7	69.5	86.5	88.5	88.3
- tax burden (%)	na	49.9	60.0	60.0	60.0
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	(2.0)	7.8	12.8	13.1	10.5
NOPAT (Bt m)	(3,564)	15,699	30,411	30,357	24,577
invested capital (Bt m)	200,502	236,969	232,279	233,658	215,385

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect double-digit
ROE due to higher coal
and gas prices*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2204A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BCH16C2207A, BEC16C2204A, BEC16C2207A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DOHO16C2207A, DTAC16C2203A, EA16C2203A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, GLOB16C2203A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2204A, KBAN16C2206A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MINT16C2207A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, PTTG16C2207A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, S5016P2206B, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMAT, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RCL, RS, SAWAD, SCC, SET50, STA, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTJB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินกรณ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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