

BANPU PCL

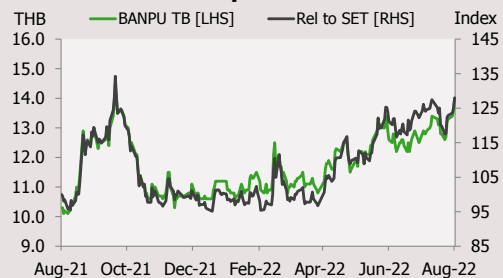
BANPU TB Outperform

Target Price	Bt	15.10
Price (17/08/2022)	Bt	14.00
Upside	%	7.86
Valuation	SOTP	
Sector	Energy & Utilities	
Market Cap	Btm	94,726
30-day avg turnover	Btm	1,711.33
No. of shares on issue	m	6,766
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	133,190	221,049	178,678	124,224
Core profit (Btmn)	22,165	58,195	39,366	13,523
Net profit (Btmn)	9,852	41,380	33,030	13,523
Net EPS (Bt)	1.46	4.89	3.25	1.33
DPS (Bt)	0.45	0.65	0.65	0.65
BVPS (Bt)	11.72	15.12	16.72	17.55
Net EPS growth (%)	513.65	236.02	-33.48	-59.06
ROA (%)	4.93	16.54	10.77	3.76
ROE (%)	13.91	39.95	22.20	7.78
Net D/E (x)	1.54	0.68	0.32	0.23
Valuation				
P/E (x)	9.62	2.86	4.30	10.51
P/BV (x)	1.19	0.93	0.84	0.80
EV/EBITDA (%)	5.64	1.87	2.48	4.66
Dividend yield (%)	3.21	4.64	4.64	4.64

BANPU TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Jakapong Chawengsri

Jakapong.c@kasikornsecurities.com

18 August 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

แนวโน้มกำไรและเงินปันผลแข็งแกร่ง

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมาย 15.10 บาท จาก TSR 19% ปัจจุบันที่ส่งผลต่อคำแนะนำระยะสั้น ได้แก่ ราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติในช่วงฤดูหนาวที่จะมาถึง
- ▶ **BANPU** จะได้รับประโยชน์จากราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงขึ้นในครึ่งปีหลัง เช่นเดียวกับปริมาณขายถ่านหินและผลผลิตก๊าซที่เพิ่มขึ้นจากการเข้าซื้อ XTO เมื่อไม่นานมานี้
- ▶ **ขาดทุนจากสัญญาป้องกันความเสี่ยงสินค้าโภคภัณฑ์ยังคงอยู่ในระดับเดิม คาด BANPU จะจ่ายปันผลระหว่างกาล 1.0 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 7%**

Investment Highlights

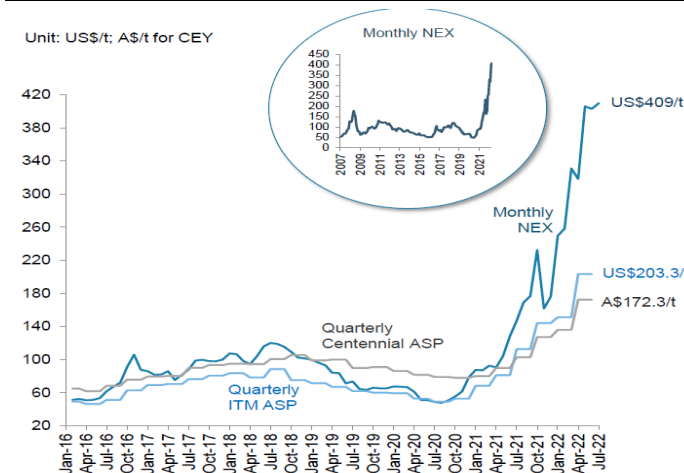
- ▶ **ส่วนลดราคาขายถ่านหินกับดัชนีราคาถ่านหินเพิ่มขึ้น** ในอดีตราคาขายถ่านหินอินโดนีเซียของ BANPU จะต่ำกว่าดัชนีนิวคาสเซิล 10-15% แต่ปัจจุบันส่วนลดดังกล่าวได้เพิ่มเป็น 50-60% หรือสูงกว่า เนื่องจากราคาถ่านหินพรีเมียมพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็ว อันเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากยุโรป แต่ราคาถ่านหินคุณภาพต่ำทรงตัวหรือปรับลดลง เนื่องจากการอุปสงค์การนำเข้าที่ลดลงจากจีน และอุปทานจากอินโดนีเซียที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ 25% ของปริมาณการผลิตถ่านหินของบริษัทฯ ยังต้องขายให้กับตลาดภายในประเทศอินโดนีเซียในราคาคงที่ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน ภายใต้ข้อกำหนด "DMO" ดังนั้น จากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมดังกล่าว เราต้องติดตามความเคลื่อนไหวของดัชนี ICI3 และสัดส่วนการขายถ่านหินในประเทศอินโดนีเซียเพิ่ม นอกเหนือจากการดูเพียงดัชนีนิวคาสเซิลเพียงอย่างเดียวเหมือนในอดีต ทั้งนี้ ผู้บริหารให้แนวทางว่าราคาขายถ่านหินของ BANPU จะเป็นราคาเฉลี่ยของราคาขายสำหรับตลาดในประเทศที่ 25% ดัชนีนิวคาสเซิล 30% และดัชนี ICI3 ที่ 45%
- ▶ **เป็นผู้ได้รับประโยชน์จากปรากฏการณ์การเปลี่ยนจากก๊าซเป็นถ่านหิน** BANPU จะยังคงได้รับประโยชน์จากราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติที่อยู่ในระดับสูงในช่วงครึ่งหลังของปี 2565 จากอุปสงค์ถ่านหินที่สูงขึ้นในช่วงฤดูหนาว และราคา LNG ที่สูงมาก ซึ่งเป็นผลจากการที่ยุโรปห้ามนำเข้าก๊าซธรรมชาติจากรัสเซียและปัญหาที่เกิดขึ้นกับโรงงานส่งออก LNG ของสหรัฐฯ ในขณะเดียวกัน ปริมาณการขายถ่านหินและก๊าซของ BANPU ก็เพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยตามฤดูกาลในฤดูแล้ง และปริมาณก๊าซเพิ่มขึ้นจากแหล่งก๊าซใหม่ในสหรัฐอเมริกา (XTO) ที่เพิ่งเข้าซื้อกิจการมาเมื่อเร็ว ๆ นี้ ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรปกติของ BANPU จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 3/2565
- ▶ **...แต่ขาดผลขาดทุนจากสัญญาป้องกันความเสี่ยงจะลดกำไรลงอีกครั้ง** กำไรปกติที่แข็งแกร่งขึ้นดังกล่าว บางส่วนจะถูกชดเชยจากการขาดทุนสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ทั้งก๊าซและถ่านหินอีกครั้ง ผู้บริหารของ BANPU กล่าวว่าสถานะการป้องกันความเสี่ยงที่เหลืออยู่สำหรับถ่านหินคือ 150,000 ตัน โดยมีราคาขายเฉลี่ยที่ 150 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน นอกจากนี้ ธุรกิจก๊าซธรรมชาติก็ยังคงมีสถานะป้องกันความเสี่ยงประมาณ 60% ของปริมาณการผลิตที่ราคา 2.5-4.5 ดอลลาร์/ mmbtu ดังนั้น เราจึงคาดว่าขาดทุนจากสัญญาป้องกันความเสี่ยงจะยังสูงในระดับที่ใกล้เคียงกับไตรมาส 2/2565 ที่ 1 หมื่นลบ.
- ▶ **ให้ความสำคัญกับเงินปันผลท้ายที่สุด แต่เงินปันผลระหว่างกาลยังคงแข็งแกร่ง** เราคาดว่า BANPU จะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ 1.0 บาท/หุ้น ที่จำนวนหุ้นปัจจุบัน (6,766 ล้านหุ้น) โดยคิดจากอัตราจ่ายที่ 30% และคิดเป็นอัตราผลตอบแทน 7% อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารมีเป้าหมายที่จะจัดลำดับความสำคัญของการใช้เงินสดส่วนเกิน ดังนี้ 1) ใช้ชำระหนี้ โดย BANPU มีหนี้ที่ถึงกำหนดชำระในช่วง 1 ปี 1.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ 2) การขยายธุรกิจควบคู่ไปกับนโยบาย Greener and Smarter โดยเน้นที่ขยายโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ และโครงการพลังงานหมุนเวียน รวมถึง เทคโนโลยีพลังงาน 3) การลงทุนในโครงการเหมืองแร่ใหม่ๆ เพื่อสร้าง S curve ซึ่งหลังจากใช้จ่ายตามรายการดังกล่าวแล้ว BANPU จะนำเงินสดส่วนที่เหลือไปจ่ายเงินปันผล

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 15.10 บาท ด้วยผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรวม 13% เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ BANPU ที่ราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 15.1 บาทไม่เปลี่ยนแปลง ตามวิธีรวมส่วนของกิจการ (SOTP) โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหุ้นระยะสั้น ได้แก่ ราคาถ่านหิน/ก๊าซธรรมชาติในช่วงฤดูหนาวที่จะมาถึงและแนวโน้มกำไรครึ่งปีหลังที่แข็งแกร่ง ในขณะที่ความเสี่ยงที่สำคัญคือ Dilution Effect จากการใช้สิทธิ BANPU W-4 ในเดือนก.ย. 2565 และ BANPU W-5 ในปี 2566

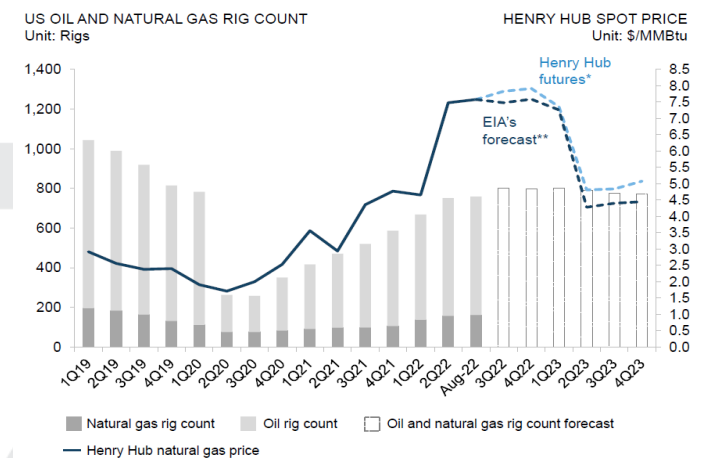


Fig 1 BANPU coal selling prices and NEX index



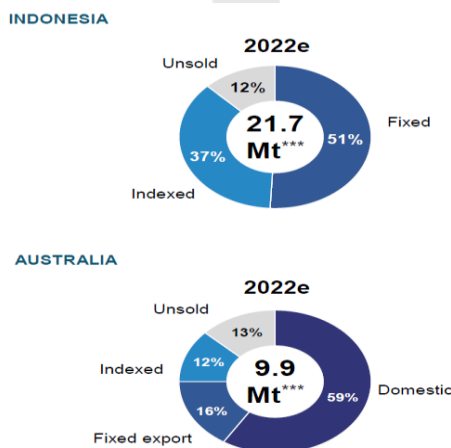
Source: Company data

Fig 2 US rig counts vs. Henry Hub gas price



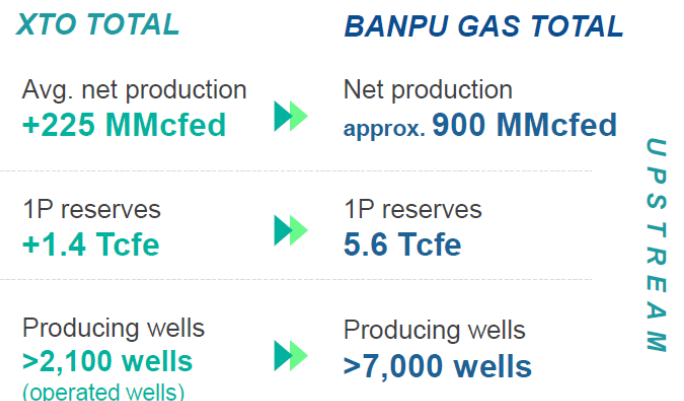
Source: Company data

Fig 3 BANPU 2022 coal sale volume target



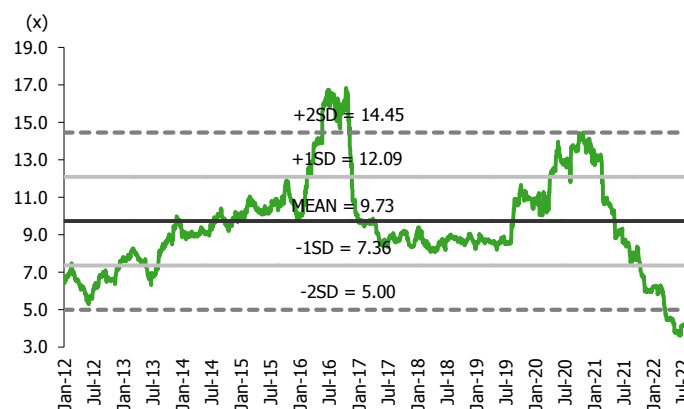
Source: Company data

Fig 4 BANPU natural gas operation



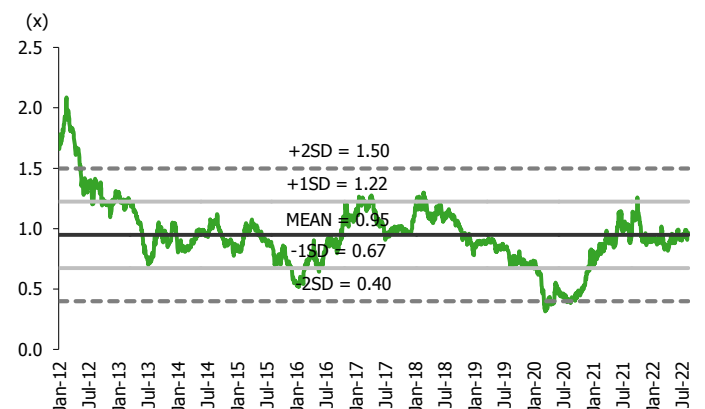
Source: Company data

Fig 5 BANPU 12-months EV/EBITDA



Source: Bloomberg

Fig 6 BANPU 12-months PBV



Source: Bloomberg



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	71,332	133,190	221,049	178,678	124,224
Cost of sales and services	-62,698	-86,447	-97,151	-93,187	-81,518
Gross Profit	8,633	46,743	123,898	85,492	42,706
SG&A	-11,419	-15,293	-18,902	-18,561	-16,742
Other income	1,598	1,800	2,632	2,199	1,242
EBIT	5,320	28,227	100,459	70,273	29,297
EBITDA	11,471	49,553	131,110	92,166	45,823
Interest expense	-5,619	-5,883	-6,799	-5,913	-4,932
Equity earnings	4,239	7,290	9,647	7,479	2,090
EBT	-300	22,345	93,660	64,359	24,365
Income tax	-269	-6,372	-30,163	-19,710	-8,466
NPAT	-569	15,973	63,497	44,649	15,899
Minority Interest	-1,217	-6,121	-22,117	-11,619	-2,376
Core Profit	-4,055	22,165	58,195	39,366	13,523
Extraordinary items	-274	-14,646	-19,003	-6,336	0
FX gain (loss)	2,543	2,332	2,188	0	0
Reported net profit	-1,786	9,852	41,380	33,030	13,523

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	21,941	39,581	27,316	62,470	72,297
ST investments	337	530	366	836	968
Accounts receivable	7,482	15,806	23,082	21,105	14,673
Inventories	3,045	3,905	3,905	3,746	3,277
Other current assets	14,496	25,615	41,600	33,891	23,984
Total current assets	47,301	85,437	96,269	122,048	115,199
Investment in subs & others	56,332	61,570	62,186	62,807	63,435
Fixed assets-net	77,523	114,167	137,713	135,640	133,119
Other assets	100,492	104,626	105,673	106,729	107,797
Total assets	281,648	365,799	401,841	427,225	419,551
Short-term debt	49,140	60,510	12,075	12,075	12,075
Accounts payable	2,025	3,293	2,989	2,867	2,508
Other current liabilities	15,240	33,388	5,903	5,663	4,953
Total current liabilities	66,405	97,191	20,967	20,604	19,536
Long-term debt	112,559	139,747	118,469	113,394	108,319
Other liabilities	18,129	122,355	110,120	99,108	89,197
Total liabilities	197,092	359,294	249,556	233,106	217,052
Paid-up capital	5,075	6,766	8,458	10,149	10,149
Share premium	15,427	22,139	28,905	39,899	39,899
Reserves & others, net	-12,787	-10,724	-8,929	-7,314	-5,860
Retained earnings	54,629	61,097	99,432	126,965	133,890
Minority interests	22,211	24,420	24,420	24,420	24,420
Total shareholders' equity	84,555	103,697	152,285	194,119	202,499
Total equity & liabilities	281,648	462,991	401,841	427,225	419,551

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Newcastle coal (USD/ton)	60	136	360	240	100
ASP (USD/ton)	54.2	91.2	165.3	115.4	76.0
Indo. sales volume (mn.tons)	21.2	20.1	20.4	20.4	20.4
Aust. sales volume (mn.tons)	12.5	8.7	10.0	10.0	10.0
US gas price (USD/mmbtu)	2.0	3.6	7.0	5.5	4.5
Dividend payout (%)	n/a	30.9	13.3	20.0	48.8

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	-569	15,973	63,497	44,649	15,899
Depreciation & amortization	8,420	9,013	13,836	15,557	16,526
Change in working capital	-295	-29,498	-21,945	9,482	15,740
Others	46,676	-69,334	-285	-32,840	-23,083
CF from operation activities	54,231	-73,847	55,103	36,848	25,082
Capital expenditure	-13,026	-5,377	-1,570	-1,659	-1,755
Investment in subs and affiliates	-5,935	-5,238	-616	-622	-628
Others	6,809	-4,135	-1,046	-1,057	-1,067
CF from investing activities	-12,152	-14,750	-3,232	-3,338	-3,450
Cash dividend	-3,098	-1,523	-3,045	-5,498	-6,597
Net proceeds from debt	-17,579	84,123	-69,713	-5,075	-5,075
Capital raising	-15,512	23,830	8,458	12,686	0
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	-36,189	106,430	-64,300	2,114	-11,672
Net change in cash	5,890	17,833	-12,429	35,624	9,959

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per share (Bt)					
Reported EPS	-0.35	1.46	4.89	3.25	1.33
Core EPS	-0.80	3.28	6.88	3.88	1.33
DPS	0.30	0.45	0.65	0.65	0.65
BV	12.29	11.72	15.12	16.72	17.55
EV	42.85	41.28	29.05	22.53	21.05
Free Cash Flow	8.12	-11.71	6.33	3.47	2.30
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	-31.25	9.62	2.86	4.30	10.51
Core P/E (x)	-13.77	4.27	2.03	3.61	10.51
P/BV (x)	0.90	1.19	0.93	0.84	0.80
EV/EBITDA (x)	18.96	5.64	1.87	2.48	4.66
Price/Cash flow (x)	1.03	-1.28	2.15	3.86	5.66
Dividend yield (%)	2.73	3.21	4.64	4.64	4.64
Profitability ratios					
Gross margin (%)	12.10	35.09	56.05	47.85	34.38
EBITDA margin (%)	16.08	37.20	59.31	51.58	36.89
EBIT margin (%)	7.46	21.19	45.45	39.33	23.58
Net profit margin (%)	-0.80	11.99	28.73	24.99	12.80
ROA (%)	-0.21	4.93	16.54	10.77	3.76
ROE (%)	-2.66	13.91	39.95	22.20	7.78
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.71	0.88	4.59	5.92	5.90
Quick ratio (x)	0.45	0.58	2.42	4.10	4.50
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	2.33	3.46	1.64	1.20	1.07
Net debt/EBITDA (x)	12.15	3.23	0.78	0.67	1.03
Net debt/equity (x)	1.65	1.54	0.68	0.32	0.23
Int. coverage ratio (x)	0.95	4.80	14.78	11.88	5.94
Growth					
Revenue (%)	-16.78	86.72	65.97	-19.17	-30.48
EBITDA (%)	-30.50	331.98	164.58	-29.70	-50.28
Reported net profit (%)	-223.09	651.53	320.02	-20.18	-59.06
Reported EPS (%)	-228.65	513.65	236.02	-33.48	-59.06
Core profit (%)	-294.18	646.66	162.55	-32.36	-65.65
Core EPS (%)	-300.96	509.99	110.04	-43.63	-65.65

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.