



BANPU POWER PCL

BPP TB Outperform

Target Price Bt 20.90

Price (10/05/2022) Bt 16.10

Upside % 29.81

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 49,068

30-day avg turnover Btm 16.81

No. of shares on issue m 3,048

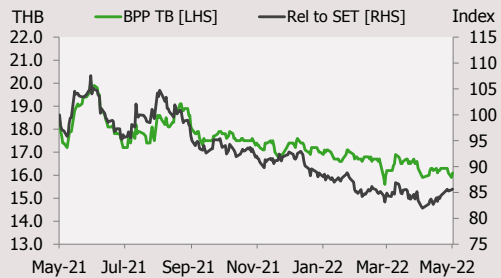
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	6,784	12,672	12,587	12,579
Core profit (Btmn)	3,020	4,237	4,740	5,263
Net profit (Btmn)	3,127	7,364	4,740	5,263
Net EPS (Bt)	1.03	2.42	1.56	1.73
DPS (Bt)	0.46	0.71	0.78	0.00
BVPS (Bt)	14.97	16.69	17.51	18.41
Net EPS growth (%)	-15.45	135.51	-35.64	11.04
ROA (%)	5.10	10.20	6.75	7.49
ROE (%)	7.21	15.26	9.10	9.62
Net D/E (x)	0.29	0.24	0.16	0.09
Valuation				
P/E (x)	16.76	6.66	10.35	9.32
P/BV (x)	1.15	0.96	0.92	0.87
EV/EBITDA (x)	787.72	25.18	19.03	17.76
Dividend yield (%)	2.68	4.41	4.85	0.00

BPP 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 limited 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

Natchaphon Rodjanarowan

Natchaphon.r@kasikornsecurities.com

11 May 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

GPM เพิ่มขึ้น QoQ จาก ASP ที่สูงขึ้น

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 2.92 พันลบ. เพิ่มขึ้น 182% YoY และ 687% QoQ จากกำไรก่อนใหญ่จากการขายการลงทุน
- ▶ กำไรปกติไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 896 ลบ. เพิ่มขึ้น 322% QoQ จาก ASP ที่สูงขึ้น QoQ ซึ่งส่งผลให้กำไรขั้นต้นพลิกกลับเป็นกำไรที่ 252 ลบ.
- ▶ แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.9 บาท เราคาดว่ากำไรจากการขายกำลังการผลิตจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว

Investment Highlights

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 เติบโตขึ้น YoY และ QoQ BPP รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 ที่ 2.92 พันลบ. เพิ่มขึ้น 182% YoY และ 687% QoQ และคิดเป็นสัดส่วนแค่ 39.6% ของประมาณการกำไรสุทธิรวมทั้งปีของเรา ปัจจัยหนุนการเติบโตเชิง YoY และ QoQ มาจากกำไรพิเศษจากการขายธุรกิจโซลาร์ฟาร์มที่อุปในสิงคโปร์หรือ Sunseap หากไม่รวมรายการครั้งเดียวและรายการที่ไม่สร้างรายได้ประจำ กำไรปกติไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 896 ลบ. ลดลง 15.9% YoY แต่เพิ่มขึ้น 322% QoQ สาเหตุของการลดลงเชิง YoY มาจากต้นทุนถ่านหินที่เพิ่มขึ้นซึ่งจุดให้อัตรากำไรของโรงไฟฟ้า CHP ในประเทศจีนของ BPP ลดลง ดังนั้นกำไรขั้นต้นจึงอ่อนตัวลง 27.9% YoY มาอยู่ที่ 252 ลบ. ขณะที่ปัจจัยหนุนการเติบโตเชิง QoQ มาจาก 1) ปริมาณการขายไฟฟ้าของ CHP ที่สูงขึ้น 29.7% เป็น 455GWh 2) อัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่สูงขึ้นซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรของ CHP เพิ่มขึ้นและส่งผลให้กำไรขั้นต้นพลิกกลับมาเป็นกำไรที่ 252 ลบ.
- ▶ อัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยของ CHP ที่สูงขึ้นส่งผลบวกต่อ GPM ของ BPP รายได้ไตรมาส 1/2565 เพิ่มขึ้น 113% YoY หนุนจาก 1) ปริมาณการขายไฟฟ้าของ CHP ที่เพิ่มขึ้น 6.94% YoY จาก 426GWh เป็น 456GWh และปริมาณการขายไอน้ำของ CHP ที่เพิ่มขึ้น 0.21 ล้านตัน YoY 2) อัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่สูงขึ้น 13.9% YoY และ 3) รายได้จากโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซ Temple 1 ในสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม รายได้ที่เติบโตขึ้นหักล้างต้นทุนถ่านหินที่เพิ่มขึ้น 52% YoY ซึ่งจุดให้กำไรขั้นต้นลดลง 27.9% YoY มาอยู่ที่ 252 ลบ. ในไตรมาส 1/2565 ในเชิง QoQ GPM ไตรมาส 1/2565 พลิกกลับเป็นบวกที่ 252 ลบ. เทียบกับผลขาดทุนที่ 156 ลบ. ในไตรมาส 4/2564 จาก 1) ปริมาณการขายไฟฟ้าของ CHP ที่เพิ่มขึ้น 29.8% จาก 351GWh ในไตรมาส 4/2564 เป็น 456GWh ในไตรมาส 1/2565 และ 2) อัตราค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่สูงขึ้นซึ่งหนุนให้ GPM ของ BPP สูงขึ้นในไตรมาส 1/2565 ทั้งนี้ ต้นทุนถ่านหินคิดเป็นสัดส่วนที่ 78% ของต้นทุนการผลิตทั้งหมดของโรงไฟฟ้าของ CHP ในไตรมาส 1/2565
- ▶ รับผิดชอบแบ่งกำไรก่อนใหญ่จากการขายการลงทุน ส่วนแบ่งกำไรไตรมาส 1/2564 จากบริษัทร่วมทุนและบริษัทในเครืออยู่ที่ 3.23 พันลบ. เพิ่มขึ้น 337% YoY และ 438% QoQ จากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนและเทคโนโลยีพลังงาน โดยเฉพาะจากกำไรจากการขายการลงทุนใน Sunseap หากไม่รวมส่วนแบ่งกำไรจากทั้ง 2 ธุรกิจดังกล่าว ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอื่น ๆ ในไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 544 ลบ. ลดลง 42% YoY และ 41% QoQ สาเหตุของการปรับลดลงเชิง YoY มาจาก 1) ส่วนแบ่งผลขาดทุนจากโรงไฟฟ้า SLG ที่ 254 ลบ. ผลจากต้นทุนถ่านหินที่สูงขึ้นและ 2) ส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจากโรงไฟฟ้า HPC และ PFMC (HPC&PFMC) ที่ 177 ลบ. จากการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า ยูนิท 2 สาเหตุของการปรับลดลงเชิง QoQ มาจากส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจาก BLCF ที่ 227 ลบ. และจาก HPC&PFMC ที่ 325 ลบ.

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.9 บาท** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BPP ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.9 บาท เราคาดว่ากำไรจากการขายกำลังการผลิตจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว BPP มีหนี้สินระดับต่ำ (ค่าสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 0.2 เท่า ในช่วงสิ้นปี 2565 เทียบกับระดับนโยบายภายในที่กำหนดไว้ที่ 1.4 เท่า) ซึ่งทำให้ยังสามารถเพิ่ม gearing สำหรับการขยายกำลังการผลิตในอนาคตได้อีก



Fig 1 1Q22 performance review

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	%YoY	%QoQ	%YTD2022E	2021	2022E
Financials										
Sales (Btmn)	1,812	861	1,048	3,064	3,861	113.1	26.0	30.5	6,784	12,672
EBITDA (Btmn)	477	-15	67	-57	393	-17.6	784.0	14.9	90	2,633
Operating profit (Btmn)	367	-134	-57	-285	103	-72.0	136.1	6.5	-490	1,581
Core profit (Btmn)	1,065	1,080	421	212	896	-15.9	321.9	21.1	3,020	4,237
Net profit (Btmn)	1,034	1,126	596	371	2,918	182.2	687.1	39.6	3,127	7,364
Net EPS (Bt)	0.34	0.37	0.20	0.12	0.96	182.2	687.1	39.6	1.03	2.42
Performance Drivers										
Gross profit (Btmn)	349	-103	-141	-145	252	-27.9	NM	-633.7	-40	2,459
Share profit-excl. FX (Btmn)	812	1,205	513	613	3,232	298.1	427.0	102.8	3,143	7,211
FX gain/loss (Btmn)	-13	63	197	-42	-22	NM	NM	NM	-206	13
Ratios										
						Change	Avg YTD		2021	2022E
Gross margin (%)	19.3	-11.9	-13.5	-4.7	6.5	-12.8	11.3	6.5	-0.6	19.4
EBITDA margin (%)	26.3	-1.7	6.4	-1.9	10.2	-16.1	12.1	10.2	1.3	20.8
Optg. margin (%)	20.3	-15.5	-5.5	-9.3	2.7	-17.6	12.0	2.7	-7.2	12.5
ROE (%)	9.6	10.0	5.2	3.1	23.5	14.0	20.5	23.5	7.2	15.3

Source: KS Research


Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	5,506	6,784	12,672	12,587	12,579	Net profit	3,783	3,174	7,670	5,090	5,622
Cost of sales and services	-4,391	-6,824	-10,213	-9,431	-9,371	Depreciation & amortization	402	581	1,052	1,052	1,052
Gross Profit	1,115	-40	2,459	3,155	3,208	Change in working capital	-246	-480	228	-59	-41
SG&A	-946	-1,103	-1,299	-1,312	-1,328	Others	-3,335	-3,642	-7,286	-4,075	-4,448
Other income	647	652	421	412	405	CF from operation activities	605	-368	1,663	2,008	2,185
EBIT	4,327	3,481	8,855	6,330	6,732	Capital expenditure	-311	-258	-216	-258	-258
EBITDA	1,218	90	2,633	3,307	3,336	Investment in subs and affiliates	-1,152	-16,432	6,205	3,467	3,786
Interest expense	-243	-249	-839	-715	-568	Others	1,892	637	809	772	813
Equity earnings	3,874	3,143	7,211	4,051	4,411	CF from investing activities	428	-16,053	6,798	3,982	4,341
EBT	4,084	3,232	8,017	5,615	6,164	Cash dividend	-1,829	-1,981	-2,133	-2,255	-2,499
Income tax	-300	-57	-347	-525	-543	Net proceeds from debt	-408	15,848	-5,477	-2,942	-3,647
NPAT	3,783	3,174	7,670	5,090	5,622	Capital raising	-58	2,876	0	0	0
Minority Interest	-81	-47	-305	-350	-358	Others	58	31	0	0	0
Core Profit	4,544	3,020	4,237	4,740	5,263	CF from financing activities	-2,237	16,774	-7,610	-5,197	-6,146
Extraordinary items	-681	-98	3,140	0	0	Net change in cash	-1,204	354	851	793	380
FX gain (loss)	-161	206	-13	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	3,702	3,127	7,364	4,740	5,263	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.21	1.03	2.42	1.56	1.73
Cash & equivalents	2,169	2,635	3,486	4,278	4,658	Core EPS	1.49	0.99	1.39	1.56	1.73
Accounts receivable	938	1,311	2,154	2,140	2,138	DPS	0.51	0.46	0.71	0.78	0.00
Inventories	62	282	282	282	282	BV	13.47	14.97	16.69	17.51	18.41
Total current assets	7,519	9,883	10,875	11,670	12,087	EV	16.60	23.29	21.76	20.65	19.44
Investment in subs & others	26,639	33,766	32,544	33,151	33,813	Free Cash Flow	0.10	-0.21	0.47	0.57	0.63
Fixed assets-net	8,039	23,854	23,102	22,350	21,598	Valuation analysis					
Total assets	49,563	74,867	75,516	75,349	74,821	Reported P/E (x)	12.4	16.8	6.7	10.4	9.3
Short-term debt	2,405	7,991	9,539	8,332	5,987	Core P/E (x)	10.1	17.4	11.6	10.4	9.3
Accounts payable	170	331	516	471	469	P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
Total current liabilities	4,067	10,968	13,107	11,840	9,491	EV/EBITDA (x)	41.6	787.7	25.2	19.0	17.8
Long-term debt	3,481	9,253	6,940	5,205	3,904	Price/Cash flow (x)	76.2	-142.6	29.5	24.4	22.5
Total liabilities	7,585	25,287	20,401	17,399	13,748	Dividend yield (%)	3.38	2.68	4.41	4.85	0.00
Paid-up capital	30,510	30,477	30,477	30,477	30,477	Profitability ratios					
Share premium	7,231	7,231	7,231	7,231	7,231	Gross margin (%)	20.25	-0.59	19.41	25.07	25.50
Retained earnings	9,551	10,648	15,879	18,364	21,128	EBITDA margin (%)	22.13	1.33	20.78	26.27	26.52
Minority interests	869	3,944	4,249	4,599	4,958	EBIT margin (%)	78.59	51.31	69.88	50.29	53.52
Total shareholders' equity	41,978	49,579	55,115	57,950	61,073	Net profit margin (%)	68.71	46.79	60.53	40.44	44.69
Total equity & liabilities	49,563	74,867	75,516	75,349	74,821	ROA (%)	7.69	5.10	10.20	6.75	7.49
Key Assumptions						ROE (%)	9.23	7.21	15.26	9.10	9.62
THB/USD-Average	30.3	32.1	32.5	32.3	32.3	Liquidity ratios					
THB/USD-Ending	30.2	32.8	32.3	32.3	32.3	Current ratio (x)	1.85	0.90	0.83	0.99	1.27
Newcastle coal price (USD/ton)	58	135	100	85	85	Quick ratio (x)	0.76	0.36	0.43	0.54	0.72
Effective capacity (MWe)	2,058	2,967	2,775	2,826	2,826	Leverage Ratios					
						D/E ratio (x)	0.18	0.51	0.37	0.30	0.23
						Net debt/EBITDA (x)	3.05	162.14	4.93	2.80	1.57
						Net debt/equity (x)	0.09	0.29	0.24	0.16	0.09
						Int. coverage ratio (x)	17.80	13.95	10.56	8.85	11.86
						Growth					
						Revenue (%)	-3.19	23.23	86.77	-0.67	-0.06
						EBITDA (%)	135.65	-92.60	####	25.59	0.87
						Reported net profit (%)	24.71	-15.54	135.51	-35.64	11.04
						Reported EPS (%)	24.71	-15.45	135.51	-35.64	11.04
						Core profit (%)	21.87	-33.56	40.32	11.87	11.04
						Core EPS (%)	21.87	-33.48	40.32	11.87	11.04

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.