



# BANPU PCL

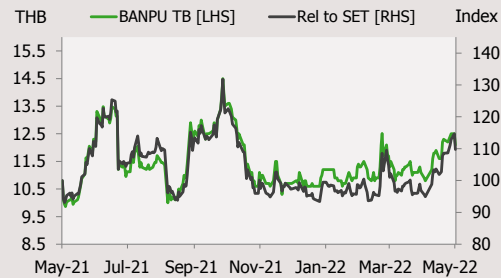
BANPU TB Outperform

Target Price	Bt	12.80
Price (10/05/2022)	Bt	12.10
Upside	%	5.79
Valuation	SOTP	
Sector	Energy & Utilities	
Market Cap	Btm	81,870
30-day avg turnover	Btm	1,464.48
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
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	133,190	146,209	122,656	109,358
Core profit (Btmn)	22,165	22,120	13,489	9,784
Net profit (Btmn)	9,852	21,253	11,402	9,784
Net EPS (Bt)	1.46	2.51	1.12	0.96
DPS (Bt)	0.45	0.60	0.40	0.40
BVPS (Bt)	11.72	12.74	12.65	13.36
Net EPS growth (%)	513.65	72.59	-55.29	-14.19
ROA (%)	4.93	8.62	3.96	3.32
ROE (%)	13.91	22.73	9.66	7.41
Net D/E (x)	1.54	0.45	0.28	0.27
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	8.31	4.82	10.77	12.55
P/BV (x)	1.03	0.95	0.96	0.91
EV/EBITDA (%)	5.38	3.05	4.72	5.64
Dividend yield (%)	3.72	4.96	3.31	3.31

### 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

11 May 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## รีวิวดูไตรมาส 1/2565: กำไรต่ำกว่าคาด 10%

- ▶ แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 12.80 บาท จากมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง (-2S.D. EV/EBITDA) และมี upside ต่อประมาณการกำไรของเราจากแนวโน้มถ่วงน้ำหนักที่ดี
- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 1.03 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ แต่น้อยกว่าที่เราคาดไว้ 10% จาก ASP ของถ่วงน้ำหนักที่ต่ำกว่า แต่ประมาณการปีนี้ยังมี upside
- ▶ คาดกำไรสุทธิไตรมาส 2/2565 ลดลง QoQ เพราะไม่มีกำไรพิเศษและรับผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง แต่คาดกำไรปกติจะดีขึ้นจาก ASP และยอดขายที่สูงขึ้น

### Investment Highlights

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 น้อยกว่าที่เราคาดไว้ 10%... BANPU รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 ที่ 1.03 หมื่นลบ. (EPS ที่ 1.01 บาท) เพิ่มขึ้น 569% YoY และ 194% QoQ และน้อยกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ที่ 10% หรือ 1.2 พันลบ. ด้วยสาเหตุหลักจากกำไรของธุรกิจถ่วงน้ำหนักที่อ่อนแกว่าคาด ขณะเดียวกัน ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจไฟฟ้ายังแข็งแกร่งแม้มีกำหนดปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าหงสา (ยูนิต 3) เป็นเวลา 50 วัน หนุนจากกำไรจากการขายบริษัทในเครือที่ดำเนินธุรกิจโซลาร์ฟาร์มที่อป ได้แก่ "Sunseap" ที่ 5.9 พันลบ.
- ▶ ...จากธุรกิจถ่วงน้ำหนักที่อ่อนแกว่าคาด BANPU รายงานราคาขายเฉลี่ย (ASP) ที่น้อยกว่าคาดของธุรกิจถ่วงน้ำหนัก 20 ดอลลาร์สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 131 ดอลลาร์/ตัน เพิ่มขึ้นแค่ 3% QoQ แม้ดัชนี Newcastle สูงขึ้น 38% ด้าน downside นี้มาจากความไม่แน่นอนของราคาขายในช่วงที่อินโดนีเซียห้ามส่งออกและปริมาณการส่งออกของเหมืองถ่วงน้ำหนักในออสเตรเลียที่อยู่ในระดับต่ำมาก อย่างไรก็ตาม BANPU พยายามที่จะชดเชยปัจจัยลบดังกล่าวโดยคงต้นทุนการผลิตต่อหน่วยไว้ที่ 53 ดอลลาร์/ตัน สำหรับเหมืองถ่วงน้ำหนักในอินโดนีเซียเทียบกับประมาณการของเราที่คาดว่าต้นทุนจะเพิ่มขึ้น 15% จากราคาน้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้นมากและปริมาณการผลิตที่ลดลง ขณะเดียวกัน ยอดขายถ่วงน้ำหนักของเหมืองที่อินโดนีเซียและออสเตรเลียอยู่ที่เพียงแค่ 5.8 ล้านดอลลาร์ ลดลง 20% YoY และ 18% QoQ สอดคล้องกับที่เราคาดไว้
- ▶ ...แต่ถูกหักล้างบางส่วนจากกำไรพิเศษอื่นที่นอกเหนือจากที่เราคาดไว้ BANPU รายงานรายการพิเศษหลัก 3 รายการในไตรมาส 1/2565 ได้แก่ 1) กำไรจากการขาย Sunseap ที่ 5.9 พันลบ. (ประมาณการของเราอยู่ที่ 5 พันลบ.) 2) ผลขาดทุนที่ 4.9 พันลบ. จากอนุพันธ์ทางการเงิน (ประมาณการของเราอยู่ที่ 3.8 พันลบ.) และ 3) รายได้พิเศษอื่น ๆ ที่นอกเหนือจากที่เราคาดไว้ที่ 28 ล้านดอลลาร์ เช่น ค่าธรรมเนียมการเชื่อมต่อท่อไอน้ำสำหรับลูกค้าใหม่ในจีน ยอดขายเช่า เศษเหล็ก เงินเคลมประกันและค่าธรรมเนียมในการบริหารคลังสินค้า เป็นต้น
- ▶ คาดกำไรสุทธิไตรมาส 2/2565 จะอ่อนตัวลง QoQ จากการขาดหายไปของรายได้พิเศษ (กำไรจากการขายหุ้นและรายได้พิเศษอื่น ๆ) เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/2565 ของ BANPU จะลดลงอย่างมาก QoQ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ หนุนจากราคาถ่วงน้ำหนักและก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้นกับปริมาณการขายถ่วงน้ำหนักที่เพิ่มขึ้นจากการผ่อนคลายข้อจำกัดในการส่งออกถ่วงน้ำหนักของรัฐบาลอินโดนีเซียและสภาพอากาศที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม แนวโน้มกำไรปกติที่แข็งแกร่งจะถูกหักล้างจากผลขาดทุนจากประกันความเสี่ยงน้ำมันก่อนใหญ่จากราคาก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา
- ▶ ปัจจัยเสี่ยงต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2565 ของเราเป็น upside กำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 ของ BANPU คิดเป็น 48% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา Upside risk ที่สำคัญ ได้แก่ 1) กำไรจากการขายหุ้น Sunseap 2) upside ต่อสมมติฐานราคาถ่วงน้ำหนักและก๊าซของเรา ขณะที่ปัจจัยเสี่ยงคือคำสั่งห้ามส่งออกถ่วงน้ำหนักของอินโดนีเซียและภาษีส่งออกที่สูงขึ้น

### Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ที่ 12.80 บาท จากมูลค่าที่ไม่แพง และมี upside ต่อประมาณการกำไรสุทธิของเราจากแนวโน้มราคาถ่วงน้ำหนักที่แข็งแกร่ง ราคาหุ้น BANPU ขณะนี้ซื้อขายด้วย EV/EBITDA ปี 2566 แค่ 4.7 เท่า (ต่ำกว่า -2S.D) และ PBV ปี 2566 ที่ 0.96 เท่า (ระดับเฉลี่ย) ทั้งนี้ จาก ROE ปี 2565-66 เฉลี่ยที่ 16.2% เราจึงคาดว่าน่าจะมีการปรับตัวคุณมูลค่าหุ้น BANPU ให้มากกว่าค่าเฉลี่ย PBV ดังนั้น เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" BANPU ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ที่ 12.80 บาท คำนวณด้วยวิธี SOTP

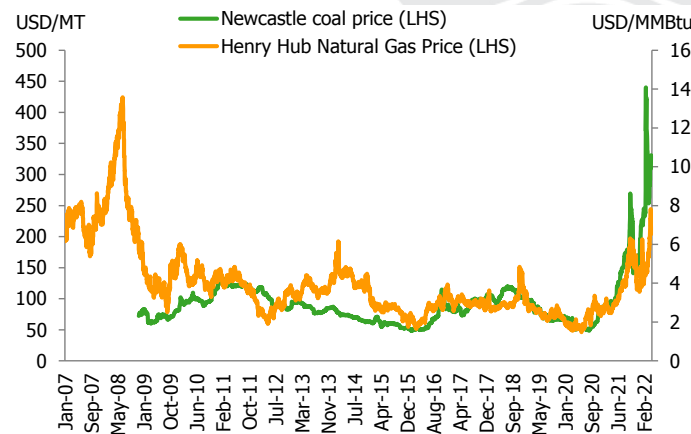


Fig 1 BANPU 1Q22 earnings review

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	%YoY	%QoQ	%YTD2022E	2022E
<b>Financials</b>									
Sales (Btmn)	22,262	25,063	38,234	47,631	41,509	86.5	-12.9	28.4	146,209
EBITDA (Btmn)	6,765	7,511	15,066	19,879	18,042	166.7	-9.2	29.6	61,001
Operating profit (Btmn)	3,020	3,922	10,893	15,416	13,649	352.0	-11.5	30.6	44,648
Core profit (Btmn)	792	2,419	7,951	11,004	8,885	1,021.5	-19.2	40.2	22,120
Net profit (Btmn)	1,535	1,325	3,505	3,486	10,264	568.6	194.4	48.3	21,253
Net EPS (Bt)	0.15	0.13	0.35	0.34	1.01	568.6	194.4	48.3	2.09
<b>Performance Drivers</b>									
Newcastle price (USD/ton)	88	107	163	193	267	202.2	37.9	133.3	200
ASP (USD/ton)	63.9	74.8	99.6	126.4	130.5	104.3	3.2	119.7	109.0
Sales volume* (mn tons)	7.2	7.4	8.3	7.0	5.8	-20.4	-17.7	18.3	31.5
<b>Ratios</b>									
						<b>Change</b>	<b>Avg YTD</b>	<b>2022E</b>	
Gross margin (%)	24.9	26.6	39.2	41.1	40.2	15.3	-0.9	40.2	40.4
EBITDA margin (%)	30.4	30.0	39.4	41.7	43.5	13.1	1.7	43.5	41.7
Optg. margin (%)	13.6	15.6	28.5	32.4	32.9	19.3	0.5	32.9	30.5
ROE (%)	3.9	3.3	8.5	8.3	23.1	19.2	14.8	23.1	22.7

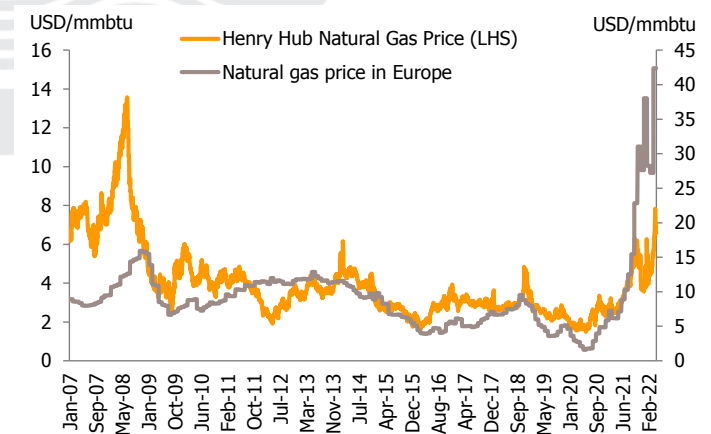
Source: KS Research

Fig 2 Newcastle coal price vs Henry Hub gas price



Source: Bloomberg

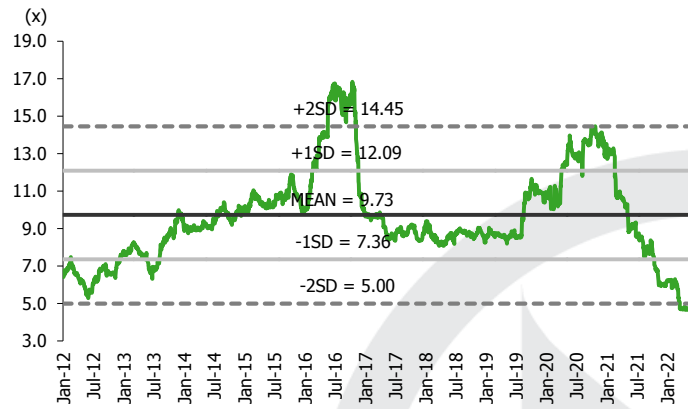
Fig 3 Henry Hub gas price vs European gas price



Source: Bloomberg

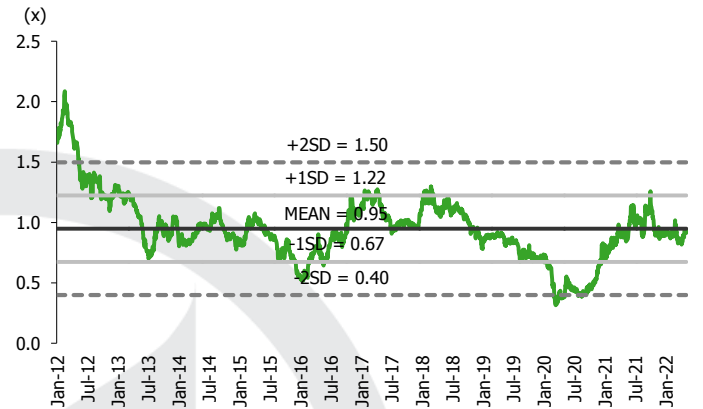


**Fig 4 BANPU 12-months forward EV/EBITDA**



Source: Bloomberg

**Fig 5 BANPU 12-months forward PBV**



Source: Bloomberg



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	71,332	133,190	146,209	122,656	109,358
Cost of sales and services	-62,698	-86,447	-87,200	-83,304	-73,917
<b>Gross Profit</b>	8,633	46,743	59,009	39,352	35,441
SG&A	-11,419	-15,293	-16,244	-16,483	-15,305
Other income	1,598	1,800	1,883	1,639	1,094
<b>EBIT</b>	5,320	28,227	50,522	28,062	23,043
<b>EBITDA</b>	11,471	49,553	61,001	40,366	33,873
Interest expense	-5,619	-5,883	-6,134	-4,677	-3,798
Equity earnings	4,239	7,290	6,741	5,642	1,813
<b>EBT</b>	-300	22,345	44,388	23,385	19,244
Income tax	-269	-6,372	-11,541	-7,595	-6,146
<b>NPAT</b>	-569	15,973	32,847	15,790	13,098
Minority Interest	-1,217	-6,121	-11,594	-4,388	-3,315
<b>Core Profit</b>	-4,055	22,165	22,120	13,489	9,784
Extraordinary items	-274	-14,646	-854	-2,087	0
FX gain (loss)	2,543	2,332	-13	0	0
<b>Reported net profit</b>	-1,786	9,852	21,253	11,402	9,784

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	21,941	39,581	70,272	81,012	75,526
ST investments	337	530	941	1,084	1,011
Accounts receivable	7,482	15,806	15,267	12,808	11,419
Inventories	3,045	3,905	3,505	3,349	2,971
Other current assets	14,496	25,615	27,984	23,699	21,279
<b>Total current assets</b>	47,301	85,437	117,969	121,952	112,207
Investment in subs & others	56,332	61,570	62,186	62,807	63,435
Fixed assets-net	77,523	114,167	110,872	108,686	106,357
Other assets	100,492	104,626	105,673	106,729	107,797
<b>Total assets</b>	281,648	365,799	396,700	400,175	389,796
Short-term debt	49,140	60,510	12,075	12,075	12,075
Accounts payable	2,025	3,293	2,682	2,563	2,274
Other current liabilities	15,240	33,388	21,195	20,248	17,966
<b>Total current liabilities</b>	66,405	97,191	35,953	34,886	32,315
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
<b>Total liabilities</b>	197,092	359,294	264,541	247,388	229,831
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	79,306	85,633	91,357
Minority interests	22,211	24,420	24,420	24,420	24,420
<b>Total shareholders' equity</b>	84,555	103,697	132,158	152,787	159,965
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	281,648	462,991	396,700	400,175	389,796

Key Assumptions

ICI4 (USD/ton)	29.0	65.5	120.0	85.0	85.0
ASP (USD/ton)	54.2	91.2	109.0	76.0	76.0
Indo. sales volume (mn.tons)	21.2	20.1	20.4	20.4	20.4
Aust. sales volume (mn.tons)	12.5	9.8	11.1	11.1	11.1
US gas price (USD/mmbtu)	2.0	3.6	4.2	4.2	3.8
Dividend payout (%)	n/a	30.9	23.9	35.6	41.5

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	-569	15,973	32,847	15,790	13,098
Depreciation & amortization	8,420	9,013	9,611	10,217	10,830
Change in working capital	-295	-29,498	14,871	5,834	1,615
Others	46,676	-69,334	41,303	-20,156	-18,517
<b>CF from operation activities</b>	54,231	-73,847	98,633	11,685	7,026
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
<b>CF from investing activities</b>	-12,152	-14,750	-3,232	-3,338	-3,450
Cash dividend	-3,098	-1,523	-3,045	-5,075	-4,060
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
<b>CF from financing activities</b>	-36,189	106,430	-64,300	2,536	-9,135
<b>Net change in cash</b>	5,890	17,833	31,102	10,884	-5,559

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	-0.35	1.46	2.51	1.12	0.96
Core EPS	-0.80	3.28	2.62	1.33	0.96
DPS	0.30	0.45	0.60	0.40	0.40
BV	12.29	11.72	12.74	12.65	13.36
EV	42.85	39.38	22.00	18.78	18.83
Free Cash Flow	8.12	-11.71	11.48	0.99	0.52

Valuation analysis

Reported P/E (x)	-31.25	8.31	4.82	10.77	12.55
Core P/E (x)	-13.77	3.69	4.63	9.10	12.55
P/BV (x)	0.90	1.03	0.95	0.96	0.91
EV/EBITDA (x)	18.96	5.38	3.05	4.72	5.64
Price/Cash flow (x)	1.03	-1.11	1.04	10.51	17.48
Dividend yield (%)	2.73	3.72	4.96	3.31	3.31

Profitability ratios

Gross margin (%)	12.10	35.09	40.36	32.08	32.41
EBITDA margin (%)	16.08	37.20	41.72	32.91	30.97
EBIT margin (%)	7.46	21.19	34.55	22.88	21.07
Net profit margin (%)	-0.80	11.99	22.47	12.87	11.98
ROA (%)	-0.21	4.93	8.62	3.96	3.32
ROE (%)	-2.66	13.91	22.73	9.66	7.41

Liquidity ratios

Current ratio (x)	0.71	0.88	3.28	3.50	3.47
Quick ratio (x)	0.45	0.58	2.41	2.72	2.72

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	2.33	3.46	2.00	1.62	1.44
Net debt/EBITDA (x)	12.15	3.23	0.97	1.07	1.29
Net debt/equity (x)	1.65	1.54	0.45	0.28	0.27
Int. coverage ratio (x)	0.95	4.80	8.24	6.00	6.07

Growth

Revenue (%)	-16.78	86.72	9.77	-16.11	-10.84
EBITDA (%)	-30.50	331.98	23.10	-33.83	-16.09
Reported net profit (%)	-223.09	651.53	115.73	-46.35	-14.19
Reported EPS (%)	-228.65	513.65	72.59	-55.29	-14.19
Core profit (%)	-294.18	646.66	-0.20	-39.02	-27.47
Core EPS (%)	-300.96	509.99	-20.16	-49.18	-27.47

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.