

# BANPU PCL

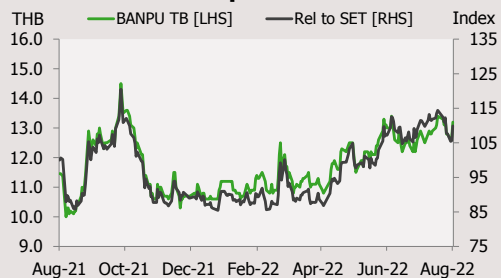
## BANPU TB Outperform

Target Price	Bt	15.10
Price (10/08/2022)	Bt	13.20
Upside	%	14.39
Valuation	SOTP	
Sector	Energy & Utilities	
Market Cap	Btm	89,313
30-day avg turnover	Btm	1,593.81
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	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
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	9.07	2.70	4.06	9.91
P/BV (x)	1.13	0.87	0.79	0.75
EV/EBITDA (%)	5.53	1.82	2.39	4.49
Dividend yield (%)	3.41	4.92	4.92	4.92

### 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 August 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## รีวิวดูไตรมาส 2/65: กำไรสูงกว่าที่เราคาด

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วย TP ที่ 15.10 บาท จาก TSR 19%** โดยปัจจัยที่ส่งต่อราคาหุ้นในระยะสั้น ได้แก่ ราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติในช่วงฤดูหนาวที่จะมาถึง
- ▶ **กำไรสุทธิไตรมาส 2/65 ที่ 1.28 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ ดีกว่าประมาณการของเรา 40%** จากกำไรพิเศษที่ไม่ได้คาดไว้ 5.6 พันลบ. จากการซื้อสินทรัพย์ก๊าซ
- ▶ **แนวโน้มไตรมาส 3/65 ยังแข็งแกร่งจากราคาถ่านหิน/ปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น** รวมถึงขาดทุนป้องกันความเสี่ยงราคาที่สูงลง แม้จะไม่มีกำไรพิเศษจากการเข้าซื้อสินทรัพย์

### Investment Highlights

- ▶ **กำไรไตรมาส 2/2565 สูงกว่าที่คาด 40%** BANPU รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/2565 ที่ 1.28 หมื่นลบ. (EPS แบบ fully diluted: 1.26 บาท) เพิ่มขึ้น 865% YoY และ 25% QoQ ซึ่งสูงกว่าที่เราคาดไว้ 40% หรือ 3.7 พันลบ. และยิ่งสูงกว่าที่ตลาดประมาณการไว้ 37% โดยกำไรที่ดีกว่าคาดส่วนใหญ่เกิดจาก 1) กำไรปกติที่สูงกว่าคาด 1.1 พันลบ. 2) การรับรู้กำไรพิเศษที่ไม่ได้คาดไว้ 5.6 พันลบ. (ก่อนหักภาษี) จากการเข้าซื้อสินทรัพย์ก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ แต่ถูกชดเชยด้วย 3) ผลขาดทุนจากสัญญาป้องกันความเสี่ยงสินค้าโภคภัณฑ์ที่มากกว่าคาด 3.0 พันลบ. เป็น 1 หมื่นลบ.
- ▶ **...แต่กำไรปกติสูงกว่าคาด 8%** BANPU รายงานกำไรปกติที่ 1.54 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 538% YoY และ 74% QoQ ดีกว่าที่เราคาดการณ์ 8% หรือ 1.1 พันลบ. เนื่องจากต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่เหมือนถ่านหินในออสเตรเลียลดลง 12% QoQ และส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจเหมือนถ่านหินในจีนที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก ในขณะที่เดียวกัน BANPU รายงานราคาขายถ่านหินเฉลี่ยที่ 157 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน เพิ่มขึ้น 109% YoY และ 20% QoQ โดยมีปริมาณการขายถ่านหินรวมของเหมือนถ่านหินในอินโดนีเซียและออสเตรเลียอยู่ที่ 6.6 ล้านตัน ลดลง 10% YoY แต่เพิ่มขึ้น 16% QoQ ซึ่งสอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา
- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 3/2565 ทรงตัว QoQ** เมื่อมองไปยังไตรมาส 3/2565 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BANPU จะทรงตัว QoQ เนื่องจากไม่มีกำไรพิเศษจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ ซึ่งคาดว่าจะได้รับการชดเชยด้วยราคาขายถ่านหินและปริมาณการขายถ่านหินที่สูงขึ้น รวมถึงส่วนแบ่งกำไรเต็มไตรมาสจากสินทรัพย์ก๊าซธรรมชาติแห่งใหม่ในสหรัฐฯ ทั้งนี้ ในเชิง QTD ราคาถ่านหินนิวคาสเซิลเพิ่มขึ้น 12% QoQ เป็น 407 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน ขณะที่ราคาก๊าซ Henry Hub เกือบจะทรงตัว QoQ ที่ 7.4 ดอลลาร์/mmbtu นอกจากนี้เรายังคาดว่า BANPU จะมีผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงที่สูงลง เนื่องจากไม่มีสถานะป้องกันความเสี่ยงราคาถ่านหินแล้วในไตรมาสนี้
- ▶ **คงประมาณการกำไรปี 2565 ของเรา** จากกำไรไตรมาส 2/2565 ที่ดีกว่าคาด ทำให้กำไรสุทธิในครึ่งปีแรกอยู่ที่ 2.31 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้นกว่า 7 เท่า YoY แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากกำไรในครึ่งปีแรกคิดเป็น 56% ของประมาณการทั้งปีของเรา เราจึงคงประมาณการกำไรปี 2565 ไว้ที่ 4.14 หมื่นลบ.

### Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 15.10 บาท** ด้วยผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรวม 19% เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ BANPU ด้วยราคาเป้าหมายเดิมกลางปี 2566 ที่ 15.10 บาท คำนวณจากวิธีรวมส่วนของกิจการ (SOTP) โดยปัจจัยที่ส่งต่อราคาหุ้นในระยะสั้น ได้แก่ ราคาถ่านหิน/ก๊าซธรรมชาติในช่วงฤดูหนาวที่จะมาถึง และแนวโน้มกำไรในครึ่งปีหลังที่แข็งแกร่ง ในขณะที่ความเสี่ยงที่สำคัญคือ dilution effect จากการใช้สิทธิ BANPU W-4 ในเดือนก.ย. 2565 และ W-5 ในปี 2566

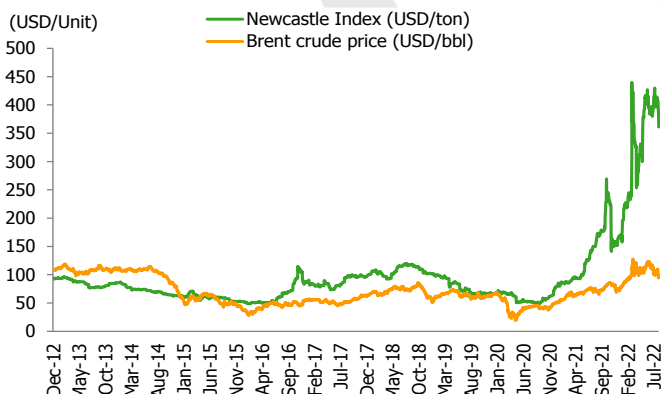


Fig 1 BANPU 2Q22 earnings review

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	%YoY	%QoQ	%YTD2022E	2022E
<b>Financials</b>									
Sales (Btmn)	25,063	38,234	47,631	41,509	60,986	143.3	46.9	46.4	221,049
EBITDA (Btmn)	7,511	15,066	19,879	18,042	29,545	293.4	63.8	36.3	131,110
Operating profit (Btmn)	3,922	10,893	15,416	13,649	23,726	505.0	73.8	34.7	107,628
Core profit (Btmn)	2,419	7,951	11,004	8,885	15,421	537.6	73.6	41.8	58,195
Net profit (Btmn)	1,325	3,505	3,486	10,264	12,789	864.9	24.6	55.7	41,380
Net EPS (Bt)	0.13	0.35	0.34	1.01	1.26	864.9	24.6	55.7	4.08
<b>Performance Drivers</b>									
Newcastle price (USD/ton)	107	163	193	267	364	241.0	36.5	71.7	440
ASP (USD/ton)	74.8	99.6	126.4	130.5	156.7	109.3	20.1	86.8	165.3
Sales volume* (mn tons)	7.4	8.3	7.0	5.8	6.6	-9.9	15.5	40.8	30.4
<b>Ratios</b>									
Gross margin (%)	26.6	39.2	41.1	40.2	45.1	Change	Avg YTD	2022E	
EBITDA margin (%)	30.0	39.4	41.7	43.5	48.4	18.5	4.9	42.7	56.1
Optg. margin (%)	15.6	28.5	32.4	32.9	38.9	23.3	6.0	35.9	48.7
ROE (%)	2.6	6.8	6.6	18.6	21.9	19.3	3.3	20.3	40.0

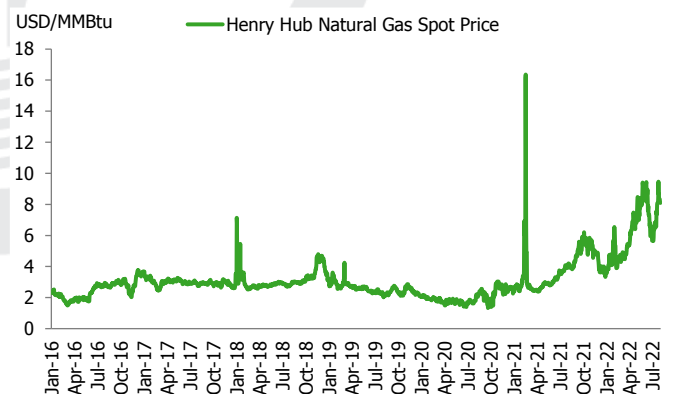
Source: KS Research

Fig 2 Newcastle coal index



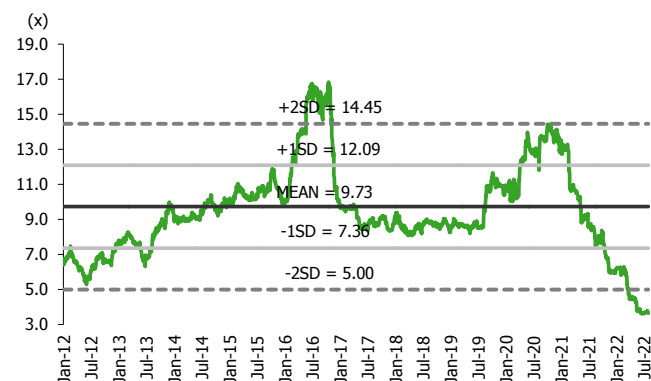
Source: Company data

Fig 3 Henry Hub gas price



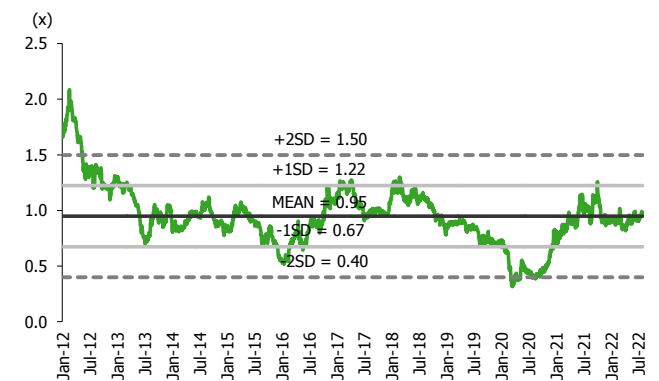
Source: Bloomberg

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	221,049	178,678	124,224
Cost of sales and services	-62,698	-86,447	-97,151	-93,187	-81,518
<b>Gross Profit</b>	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
<b>EBIT</b>	5,320	28,227	100,459	70,273	29,297
<b>EBITDA</b>	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
<b>EBT</b>	-300	22,345	93,660	64,359	24,365
Income tax	-269	-6,372	-30,163	-19,710	-8,466
<b>NPAT</b>	-569	15,973	63,497	44,649	15,899
Minority Interest	-1,217	-6,121	-22,117	-11,619	-2,376
<b>Core Profit</b>	-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
<b>Reported net profit</b>	-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
<b>Total current assets</b>	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
<b>Total assets</b>	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
<b>Total current liabilities</b>	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
<b>Total liabilities</b>	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
<b>Total shareholders' equity</b>	84,555	103,697	152,285	194,119	202,499
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	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
<b>CF from operation activities</b>	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
<b>CF from investing activities</b>	-12,152	-14,750	-3,232	-3,338	-3,450
Cash dividend	-3,098	-1,523	-3,045	-5,498	-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
<b>CF from financing activities</b>	-36,189	106,430	-64,300	2,114	-11,672
<b>Net change in cash</b>	5,890	17,833	-12,429	35,624	9,959

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Per share (Bt)</b>					
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	40.48	28.25	21.73	20.25
Free Cash Flow	8.12	-11.71	6.33	3.47	2.30
<b>Valuation analysis</b>					
Reported P/E (x)	-31.25	9.07	2.70	4.06	9.91
Core P/E (x)	-13.77	4.03	1.92	3.40	9.91
P/BV (x)	0.90	1.13	0.87	0.79	0.75
EV/EBITDA (x)	18.96	5.53	1.82	2.39	4.49
Price/Cash flow (x)	1.03	-1.21	2.03	3.64	5.34
Dividend yield (%)	2.73	3.41	4.92	4.92	4.92
<b>Profitability ratios</b>					
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
<b>Liquidity ratios</b>					
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
<b>Leverage Ratios</b>					
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
<b>Growth</b>					
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.