

Banpu Pcl.

(BANPU.BK/BANPU TB)*

Neutral · Downgraded

Price as of 7 Feb 2023	11.20
12M target price (Bt/shr)	12.20
Unchanged/Revised up(down)(%)	(28.2)
Upside/downside (%)	8.9

Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BANPU ใน 4Q65F จะอยู่ที่ 9.2 พันล้านบาท (+163% YoY, -48% QoQ) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY จะเป็นเพราะราคาค่าถ่านหิน Newcastle เพิ่มขึ้นถึง 101% YoY เป็น US\$388/ton ใน 4Q65 ในขณะที่เดียวกันกำไรที่ลดลง QoQ จะเป็นเพราะมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 3.1 พันล้านบาท ลดลง QoQ จากที่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 2.9 พันล้านบาทใน 3Q65 ทั้งนี้เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2566 ลงจาก 17.00 บาท เหลือ 12.20 บาท โดยอิงจากวิธีประเมินราคาใหม่ PB ที่ 0.8x เทียบเท่า -0.5 SD. ซึ่งราคาเป้าหมายที่ลดลงเป็นผลมาจากที่เราเปลี่ยนวิธีการประเมินราคาเป้าหมายจาก DCF มาใช้ PB แทน เพื่อสะท้อนถึง i) ราคาค่าถ่านหินที่มีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับที่สูงมากในขณะนี้เนื่องจากกำลังจะผ่านช่วงที่อุปสงค์สูงตามฤดูกาลในหน้าหนาวไป และ ii) คาดกำไรจะลดลง 67% YoY ในปีนี้ และ 34% ในปีหน้า นอกจากนี้ เรายังปรับลดคำแนะนำ BANPU จากซื้อเป็นถือ โดยคาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลประมาณ 11% ในปี 2565F และ 5% ในปี 2566F

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	94,772,816		
Outstanding shares (mn)	8,454		
Foreign ownership (mn)	955		
3M avg. daily trading (mn)	99.1		
52-week trading range (Bt)	10.80 – 14.90		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(11.1)	(15.8)	(0.9)
Relative	(14.2)	(18.7)	(0.70)

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2020	0.33	(0.49)	(0.10)	(0.09)
2021	0.30	0.26	0.52	0.52
2022	1.52	1.90	2.62	

Share price chart



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon
66.2658.8888 Ext. 8847
kaweewit@kgi.co.th

ประมาณการ 4Q65F: จะมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนก้อนใหญ่

Event

ประมาณการ 4Q65F, ปรับเพิ่มประมาณการกำไรเต็มปี แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลง

Impact

คาดว่ากำไรใน 4Q65F จะโตแรงถึง 163% YoY แต่จะลดลง 48% QoQ

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BANPU ใน 4Q65F จะอยู่ที่ 9.2 พันล้านบาท (+163% YoY, -48% QoQ) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY จะเป็นเพราะราคาค่าถ่านหิน Newcastle เพิ่มขึ้นถึง 101% YoY เป็น US\$388/ton ใน 4Q65 ในขณะที่เดียวกันกำไรที่ลดลง QoQ จะเป็นเพราะมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 3.1 พันล้านบาท ลดลง QoQ จากที่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 2.9 พันล้านบาทใน 3Q65 หลังจากที่เงินบาทแข็งค่าขึ้น 3.37 บาท/ดอลลาร์ฯ ใน 4Q65 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าราคาขายเฉลี่ย (ASP) ของ BANPU ใน 4Q65F จะลดลง 3% QoQ เหลือ US\$194/ton ตามราคาค่าถ่านหิน Newcastle ที่ลดลง 9% QoQ ในขณะที่เรายังคาดว่าปริมาณยอดขายถ่านหินรวมของบริษัทจะลดลง 9% QoQ เหลือ 7.2 ล้านตัน เนื่องจากการผลิตที่เหมืองในอินโดนีเซียลดลงเพราะมีฝนตก (-8% QoQ เหลือ 5.5 ล้านตัน 2) และการผลิตที่เหมืองในออสเตรเลียลดลงเพราะมีการย้ายเครื่องจักร Longwall ที่เหมือง Mandalong เป็นเวลาสามสัปดาห์ (-12% QoQ เหลือ 2.0 ล้านตัน) เรายังคาดว่าต้นทุนถ่านหินจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2% QoQ เป็น US\$74/ton เพราะมีค่าใช้จ่ายพิเศษจากการปิดเหมือง Kitadin และ stripping ratio ของเหมือง Indominco และ Trubaindo สูงขึ้น นอกจากนี้ เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าจะลดลง QoQ เพราะมีการปิด Unit #1 และ #3 ของโครงการหงสาตามแผนนาน 22 วัน ใน 4Q65 และเรายังคาดว่ากำไรของธุรกิจก๊าซจะลดลงเพราะราคาก๊าซ Henry Hub ลดลงถึง 31% QoQ เหลือ US\$5.5/mmbtu แม้ว่าปริมาณยอดขายก๊าซจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2% QoQ เป็น 80Bcf

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2565/66F ขึ้นอีก 13%/3%

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2565F ขึ้นอีก 13% เป็น 5.00 หมื่นล้านบาท และปี 2566F ขึ้นอีก 3% เป็น 2.01 หมื่นล้านบาท เนื่องจากราคาค่าถ่านหินสูงขึ้น โดยเราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาค่าถ่านหิน Newcastle ปี 2565/66F จากเดิม US\$300/150/ton เป็น US\$365/180/ton เนื่องจาก i) อุปสงค์ค่าถ่านหินแข็งแกร่งขึ้นจากการที่จีนกลับมาเปิดประเทศ และ ii) อุปทานถ่านหินดิ่งตัวเพราะแทบจะไม่มีเหมืองถ่านหินใหม่เพิ่มเข้ามาในตลาด รวมถึงมีการแบนถ่านหินจากรัสเซีย ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มสมมติฐาน ASP ของ BANPU ในปี 2565F ขึ้นอีก 23% เป็น US\$178/ton และในปี 2566F ขึ้นอีก 22% เป็น US\$118/ton แต่อย่างไรก็ตาม เราปรับลดสมมติฐานปริมาณยอดขายถ่านหินของ BANPU ในปีนี้ที่แล้วลง 14% เหลือ 27.6 ล้านตัน และปีนี้ลง 11% เหลือ 29.0 ล้านตัน เพื่อสะท้อนถึงสภาพทางธรณีวิทยาที่ยากต่อการขุดเหมืองในออสเตรเลีย นอกจากนี้ เรายังปรับลดสมมติฐานราคาก๊าซ Henry hub ปีนี้ลง 22% เหลือ US\$3.5/mmbtu เนื่องจากสภาพอากาศในหน้าหนาวของยุโรปอุ่นกว่าคาด และมีสต็อกก๊าซทั่วโลกอยู่ในระดับสูง

Valuation & action

เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2566 ลงจาก 17.00 บาท เหลือ 12.20 บาท โดยอิงจากวิธีประเมินราคาใหม่ PB ที่ 0.8x เทียบเท่า -0.5 SD. ซึ่งราคาเป้าหมายที่ลดลงเป็นผลมาจากที่เราเปลี่ยนวิธีการประเมินราคาเป้าหมายจาก DCF มาใช้ PB แทน เพื่อสะท้อนถึง i) ราคาค่าถ่านหินที่มีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับที่สูงมากในขณะนี้เนื่องจากกำลังจะผ่านช่วงที่อุปสงค์สูงตามฤดูกาลในหน้าหนาวไป และ ii) คาดกำไรจะลดลง 67% YoY ในปีนี้ และ 34% ในปีหน้า นอกจากนี้ เรายังปรับลดคำแนะนำ BANPU จากซื้อเป็นถือ โดยคาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลประมาณ 11% ในปี 2565F และ 5% ในปี 2566F

Risks

ความผันผวนของราคาค่าถ่านหิน และการปิดโรงไฟฟ้านอกแผน

Key financials and valuations

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
Revenue (Bt mn)	71,332	133,190	270,218	184,096	156,168
Gross profit (Bt mn)	8,633	46,743	121,795	56,368	41,785
EBIT (Bt mn)	(2,786)	31,450	100,502	39,075	24,320
Net profit (Bt mn)	(1,786)	9,852	50,010	20,082	13,339
EPS (Bt)	(0.35)	1.46	5.92	1.98	1.31
DPS (Bt)	0.30	0.45	1.20	0.59	0.39
EPS growth (%)	N.A.	N.A.	306.3	(66.5)	(33.6)
P/E (x)	N.A.	7.3	1.9	5.7	8.5
P/B (x)	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	15.5	4.8	2.1	3.4	4.0
Net Debt to Equity (x)	1.6	1.5	1.1	0.7	0.5
Dividend Yield (%)	3.2	4.2	10.7	5.3	3.5
Return on Avg. Equity (%)	(2.2)	10.5	39.1	12.1	7.3

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Expect 4Q22F earnings of Bt9.2bn, up 163% YoY but down 48% QoQ

Bt mn	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)	2022F	2021	YoY (%)
Revenue	75,289	47,631	58.1	87,274	(13.7)	265,059	133,190	99.0
Cost of goods sold	(42,840)	(28,071)	52.6	(42,660)	0.4	(143,793)	(86,447)	66.3
Gross profit	32,450	19,560	65.9	44,615	(27.3)	121,267	46,743	159.4
Operating expenses	(6,500)	(4,769)	36.3	(6,313)	3.0	(21,356)	(15,293)	39.7
Other incomes	456	506	(10.0)	333	36.9	2,256	1,248	80.7
Operating profit	26,406	15,298	72.6	38,635	(31.7)	102,166	32,699	212.4
Depreciation of fixed assets	6,700	4,388	52.7	6,672	0.4	23,583	15,895	48.4
Operating EBITDA	33,106	19,686	68.2	45,306	(26.9)	125,749	48,594	158.8
Non-operating income	270	118	128.7	254	6.2	774	552	40.4
Non-operating expenses	(6,518)	(8,822)	(26.1)	(11,874)	(45.1)	(36,978)	(20,528)	80.1
Net investment income/(loss)	3,342	1,903	75.6	3,346	(0.1)	11,547	7,290	58.4
Pre-tax profit	23,500	8,497	176.6	30,361	(22.6)	77,510	20,012	287.3
Current taxation	(6,132)	(1,957)	213.3	(9,408)	(34.8)	(23,712)	(6,372)	272.1
Minorities	5,131	2,701	89.9	6,096	(15.8)	17,320	6,121	183.0
Extraordinary items	(3,060)	(352)	768.6	2,886	N.A.	13,532	2,332	480.3
Net profit	9,176	3,486	163.2	17,744	(48.3)	50,010	9,852	407.6
EPS (Bt)	1.09	0.52	110.7	2.62	(58.6)	7.12	1.60	345.9
Percent	4Q22F	4Q21	YoY (ppts)	3Q22	QoQ (ppts)	2022F	2021	YoY (ppts)
Gross profit margin	43.1	41.1	2.0	51.1	(8.0)	45.8	35.1	10.7
EBITDA margin	44.0	41.3	2.6	51.9	(7.9)	47.4	36.5	11.0
Net margin	12.2	7.3	4.9	20.3	(8.1)	18.9	7.4	11.5

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Key assumptions for 4Q22F earnings

	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)
Benchmark					
Newcastle coal price (US\$/ton)	388	193	100.5	426	(9.0)
Henry Hub gas price (US\$/mmbt)	5.5	4.8	16.2	8.0	(30.6)
Coal Sales Volume					
Total sales volume (mn ton)	7.2	7.5	(3.7)	8.0	(9.4)
- Indonesia (mn ton)	5.2	5.3	(1.3)	5.7	(8.3)
- Australia (mn ton)	2.0	2.2	(9.5)	2.3	(12.3)
Coal Selling Price					
ASP (US\$/ton)	194	129	50.2	199	(2.8)
- Indonesia (US\$/ton)	202	144	40.0	211	(4.5)
- Australia (AUD\$/ton)	263	127	107.1	249	5.7
Coal Cost (excluding royalties fee)					
Coal cost (US\$/ton)	74	62	19.0	72	2.0
- Indonesia (US\$/ton)	65	51	27.1	62	4.2
- Australia (AUD\$/ton)	147	120	22.1	142	3.4
Gas BU					
Sales volume (Bcf)	80	62	28.5	78	2.4
Overall Gross Margin					
Gross profit margin (%)	44.7	41.1	8.8	51.1	(12.6)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Changes in key assumptions for 2022/23F

Our assumptions	2022F			2023F		
	Previous	Revised	Change (%)	Previous	Revised	Change (%)
Coal benchmark						
Newcastle Export Index (US\$/ton)	300	365	21.7	150	180	20.0
Henry Hub gas price (US\$/Mcf)	6.0	6.4	7.0	4.5	3.5	(22.2)
Coal Sales Volume						
Total sales volume (mn ton)	32.0	27.6	(13.8)	32.5	29.0	(10.8)
- Indonesia (mn ton)	20.5	19.0	(7.3)	21.0	20.0	(4.8)
- Australia (mn ton)	11.5	8.6	(25.2)	11.5	9.0	(21.7)
Coal Selling Price						
ASP (US\$/ton)	144	178	23.2	97	118	21.8
- Indonesia (US\$/ton)	165	193	17.2	105	126	20.0
- Australia (AUD\$/ton)	147	207	40.8	111	139	25.5
Coal Cost (excluding royalties fee)						
Coal cost (US\$/ton)	70	71	1.0	61	62	2.7
- Indonesia (US\$/ton)	60	62	3.5	51	53	3.5
- Australia (AUD\$/ton)	120	130	8.0	105	115	9.5
Gas BU						
Sales volume (Bcf)	289	289	0.0	332	332	0.0
Income statement						
Hedging gain/(loss) (Bt mn)	(10,000)	(27,500)	(63.6)	-	-	N.A.
Extra items (Bt mn)	5,924	11,553	95.0	-	-	N.A.
Earnings (Bt mn)	44,132	50,010	13.3	19,469	20,082	3.1

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Key assumptions for BANPU

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Benchmark									
Newcastle coal price (US\$/ton)	77	59	138	365	180	120	90	90	90
Henry Hub gas price (US\$/mmbtu)	2.6	2.0	3.9	6.4	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0
Coal Sales Volume									
Total sales volume (mn ton)	35.9	33.7	29.9	27.6	29.0	29.5	30.0	30.5	31.0
- Indonesia (mn ton)	25.4	21.2	20.1	19.0	20.0	20.5	21.0	21.5	22.0
- Australia (mn ton)	10.5	12.5	9.8	8.6	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
Coal Selling Price									
ASP (US\$/ton)	65	55	94	178	118	95	77	77	77
- Indonesia (US\$/ton)	65	54	104	193	126	96	77	77	77
- Australia (AUD\$/ton)	94	81	99	207	139	127	106	106	106
Coal Cost (excluding royalties fee)									
Coal cost (US\$/ton)	48	43	53	71	62	53	53	52	52
- Indonesia (US\$/ton)	45	38	45	62	53	45	45	45	45
- Australia (AUD\$/ton)	81	77	92	130	115	95	95	95	95
Gas BU									
Sales volume (Bcf)	69	113	246	289	332	336	340	344	348
Overall Gross Margin									
Gross profit margin (%)	16.9	12.1	35.1	45.5	30.6	26.8	19.1	19.3	19.4

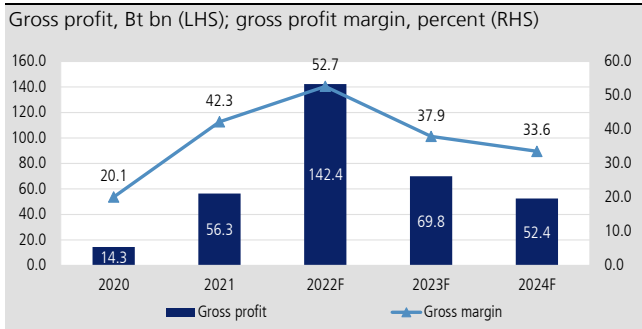
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Company profile

Banpu Pcl (BANPU) has two main businesses; i) coal-mining business from its ventures in Indonesia, Australia, and China, and ii) power business, producing and distributing electricity and steam from its power plants in Thailand (Map Ta Phut, Rayong), and a venture in China. In 1H16, the company acquired a 29.4% stake in the Chaffee Corners operation as its first foray into the upstream unconventional gas business.

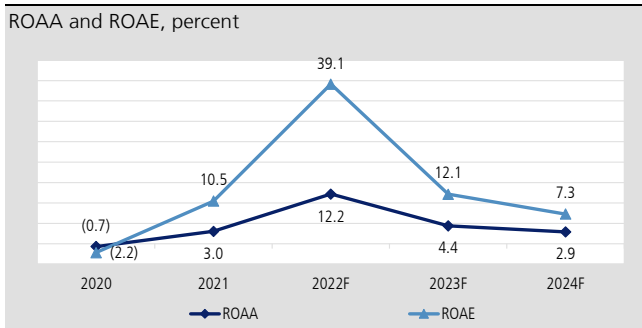
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Gross profit



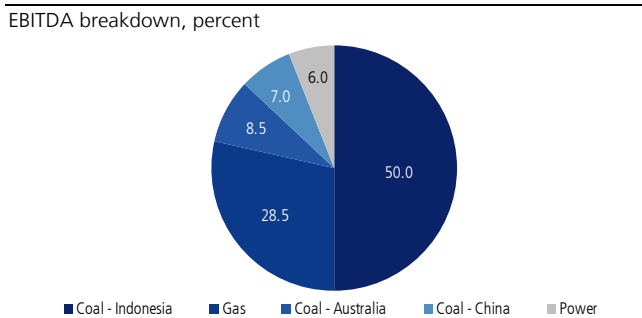
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Company ROAA and ROAE



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: EBITDA breakdown in 2021



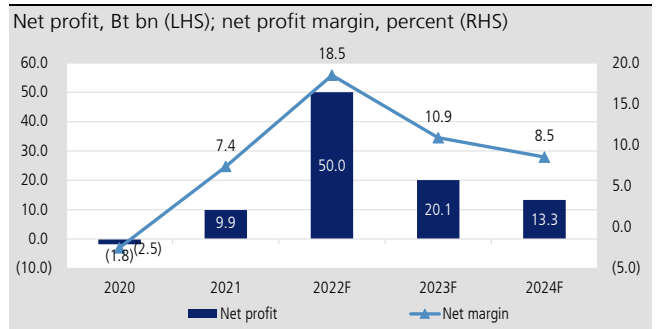
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Revenue



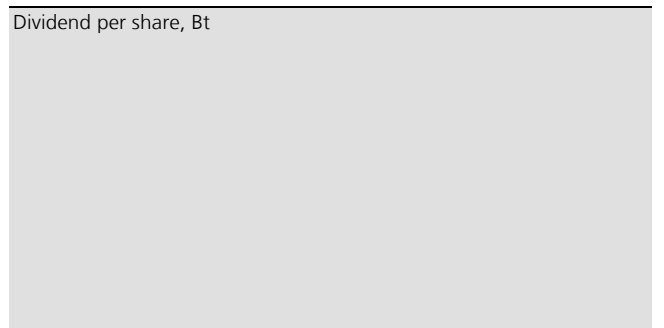
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Net profit



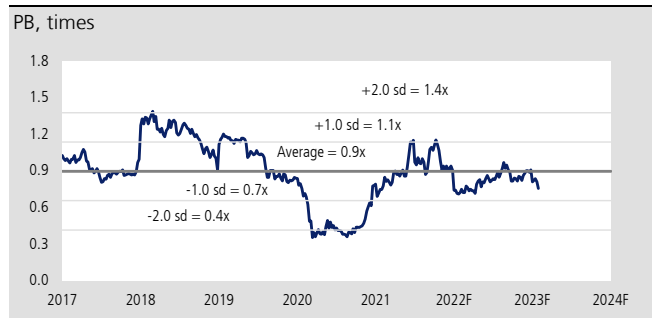
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Dividend



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: Company trading PB



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	19,797	16,537	14,739	20,258	22,262	25,063	38,234	47,631	41,509	60,986	87,274	75,289
Cost of Goods Sold	(16,968)	(15,953)	(12,867)	(16,911)	(16,713)	(18,403)	(23,260)	(28,071)	(24,823)	(33,471)	(42,660)	(42,840)
Gross Profit	2,829	584	1,873	3,348	5,549	6,660	14,974	19,560	16,687	27,515	44,615	32,450
Operating Expenses	(3,138)	(2,699)	(2,211)	(3,372)	(2,859)	(3,128)	(4,536)	(4,769)	(4,022)	(4,521)	(6,313)	(6,500)
Other incomes	884	147	345	(131)	180	276	285	506	888	579	333	456
Operating Profit	575	(1,968)	7	(156)	2,870	3,808	10,723	15,298	13,553	23,573	38,635	26,406
Depreciation of fixed assets	2,507	4,072	3,425	3,539	3,745	3,589	4,173	4,388	4,393	5,819	6,672	6,700
Operating EBITDA	3,082	2,104	3,432	3,383	6,615	7,397	14,896	19,686	17,945	29,391	45,306	33,106
Non-Operating Income	71	721	59	624	150	114	170	118	97	154	254	270
Interest Income	71	108	59	116	150	114	170	118	97	154	254	270
Other Non-op Income	0	613	0	508	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(1,664)	(1,462)	(1,557)	(1,346)	(1,502)	(2,861)	(7,343)	(8,822)	(6,589)	(11,996)	(11,874)	(6,518)
Interest Expenses	(1,465)	(1,462)	(1,345)	(1,346)	(1,355)	(1,349)	(1,521)	(1,657)	(1,701)	(1,924)	(2,739)	(2,740)
Other Non-op Expenses	(198)	0	(212)	0	(147)	(1,512)	(5,822)	(7,165)	(4,888)	(10,072)	(9,135)	(3,778)
Net Investment Income/(Loss)	1,489	978	998	774	1,301	1,977	2,109	1,903	2,059	2,800	3,346	3,342
Pre-tax Profit	471	(1,731)	(493)	(104)	2,819	3,037	5,659	8,497	9,119	14,530	30,361	23,500
Current Taxation	(1,891)	1,075	(353)	899	(1,401)	(1,018)	(1,996)	(1,957)	(2,483)	(5,691)	(9,408)	(6,132)
Minorities	369	201	291	357	772	1,112	1,534	2,701	2,639	3,454	6,096	5,131
Extraordinary items	3,501	(1,658)	621	(907)	890	419	1,376	(352)	6,267	7,440	2,886	(3,060)
Net Profit	1,713	(2,514)	(516)	(468)	1,535	1,325	3,505	3,486	10,264	12,825	17,744	9,176
EPS (Bt)	0.33	(0.49)	(0.10)	(0.09)	0.30	0.26	0.52	0.52	1.52	1.90	2.62	1.09
Margins												
Gross profit margin	14.3	3.5	12.7	16.5	24.9	26.6	39.2	41.1	40.2	45.1	51.1	43.1
Operating EBIT margin	2.9	(11.9)	0.0	(0.8)	12.9	15.2	28.0	32.1	32.6	38.7	44.3	35.1
Operating EBITDA margin	15.6	12.7	23.3	16.7	29.7	29.5	39.0	41.3	43.2	48.2	51.9	44.0
Net profit margin	8.7	(15.2)	(3.5)	(2.3)	6.9	5.3	9.2	7.3	24.7	21.0	20.3	12.2
Growth												
Revenue growth	(10.4)	(28.4)	(26.6)	(0.9)	12.5	51.6	159.4	135.1	86.5	143.3	128.3	58.1
Operating EBIT growth	(80.7)	(565.5)	(98.0)	(114.4)	398.9	(293.5)	162,763	(9,909)	372	519	260	73
Operating EBITDA growth	(39.2)	(28.4)	14.4	(22.2)	114.6	251.5	334.1	482.0	171.3	297.4	204.2	68.2
Net profit growth	89.2	(1,925.1)	387.4	(64.9)	(10.4)	(152.7)	(778.6)	(844.7)	568.6	867.6	406.2	163.2

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total Assets	281,648	365,799	454,788	461,824	453,493
Current Assets	47,301	85,437	128,302	145,707	148,187
Cash & ST Investments	22,278	40,111	66,068	93,656	99,773
Inventories	3,045	3,905	7,006	6,261	5,684
Accounts Receivable	7,482	15,806	29,613	20,175	17,114
Others	14,496	25,615	25,615	25,615	25,615
Non-current Assets	234,346	280,363	326,486	316,116	305,306
LT Investments	56,286	61,540	61,540	61,540	61,540
Net fixed Assets	77,523	114,167	160,290	149,920	139,110
Others	100,538	104,656	104,656	104,656	104,656
Total Liabilities	197,092	262,102	302,786	283,077	265,409
Current Liabilities	66,405	97,191	97,025	94,551	92,395
Accounts Payable	2,025	3,293	5,255	4,696	4,263
ST Borrowings	49,140	60,510	58,382	56,467	54,743
Others	15,240	33,388	33,388	33,388	33,388
Long-term Liabilities	130,687	164,911	205,761	188,526	173,014
Long-term Debts	112,559	139,747	180,597	163,362	147,850
Others	18,129	25,164	25,164	25,164	25,164
Shareholders' Equity	84,555	103,697	152,003	178,747	188,084
Common Stock	5,075	6,766	8,454	10,146	10,146
Capital Surplus	18,235	28,609	35,361	46,356	46,356
Retained Earnings	61,245	68,322	108,187	122,245	131,582
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	(16.8)	86.7	102.9	(31.9)	(15.2)
OP	N.A.	N.A.	219.6	(61.1)	(37.8)
EBITDA	(21.9)	304.9	157.8	(48.8)	(22.6)
NP	N.A.	N.A.	407.6	(59.8)	(33.6)
EPS	N.A.	N.A.	306.3	(66.5)	(33.6)
Profitability (%)					
Gross Margin	12.1	35.1	45.1	30.6	26.8
Operating Margin	(3.9)	23.6	37.2	21.2	15.6
EBITDA Margin	16.8	36.5	46.4	34.8	31.7
Net Profit Margin	(2.5)	7.4	18.5	10.9	8.5
ROAA	(0.7)	3.0	12.2	4.4	2.9
ROAE	(2.2)	10.5	39.1	12.1	7.3
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	191.2	193.1	157.2	123.0	107.7
Net Debt/Equity (%)	164.9	154.4	113.8	70.6	54.7
Interest Coverage (x)	0.7	3.8	9.1	4.8	3.7
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.1	0.3	1.2	0.6	0.5
Cash Flow Interest Coverage (x)	1.1	4.3	6.4	6.4	5.3
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.1	0.4	0.9	0.8	0.6
Current Ratio (x)	0.7	0.9	1.3	1.5	1.6
Quick Ratio (x)	0.7	0.8	1.3	1.5	1.5
Net Debt (Bt mn)	139,421	160,145	172,911	126,173	102,821
Per Share Data (Bt)					
EPS	(0.4)	1.5	5.9	2.0	1.3
CFPS	1.2	3.7	6.9	5.3	4.0
BVPS	12.3	11.7	15.1	15.2	16.1
SPS	--	--	--	--	--
EBITDA/Share	2.4	7.2	14.8	6.3	4.9
DPS	0.3	0.5	1.2	0.6	0.4
Activity					
Asset Turnover (x)	0.3	0.4	0.7	0.4	0.3
Days Receivables	38.3	43.3	40.0	40.0	40.0
Days Inventory	17.7	16.5	17.2	17.9	18.1
Days Payable	3.2	3.8	3.5	3.7	3.7
Cash Cycle	52.8	56.0	53.7	54.2	54.4

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	71,332	133,190	270,218	184,096	156,168
Cost of Goods Sold	(62,698)	(86,447)	(148,423)	(127,728)	(114,383)
Gross Profit	8,633	46,743	121,795	56,368	41,785
Operating Expenses	(11,419)	(15,293)	(21,293)	(17,293)	(17,465)
Other incomes	1,244	1,248	1,261	1,273	1,286
Operating Profit	(1,542)	32,699	101,763	40,349	25,606
Depreciation of fixed assets	13,543	15,895	23,500	23,735	23,972
Operating EBITDA	12,001	48,594	125,263	64,084	49,578
Non-Operating Income	1,065	552	557	563	568
Interest Income	354	552	557	563	568
Other Non-op Income	711	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(5,619)	(20,528)	(36,581)	(8,353)	(7,699)
Interest Expenses	(5,619)	(5,883)	(9,081)	(8,353)	(7,699)
Other Non-op Expenses	0	(14,646)	(27,500)	0	0
Net Investment Income/(Loss)	4,239	7,290	11,405	7,148	6,341
Pre-tax Profit	(1,857)	20,112	77,144	39,706	24,816
Current Taxation	(269)	(6,372)	(23,686)	(11,844)	(7,375)
Minorities	1,217	6,121	17,000	7,780	4,102
Extraordinary items	1,558	2,332	13,553	0	0
Net Profit	(1,786)	9,852	50,010	20,082	13,339
EPS (Bt)	(0.35)	1.46	5.92	1.98	1.31

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Operating Cash Flow	6,305	25,303	58,563	53,441	40,516
Net Profit	(1,786)	9,852	50,010	20,082	13,339
Depreciation & Amortization	13,543	15,895	23,500	23,735	23,972
Change in Working Capital	873	(7,914)	(14,948)	9,624	3,205
Others	(6,325)	7,470	0	0	0
Investment Cash Flow	(21,704)	(33,824)	(69,623)	(13,365)	(13,163)
Net CAPEX	(32,269)	(52,539)	(69,623)	(13,365)	(13,163)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	10,565	18,715	0	0	0
Free Cash Flow	(25,965)	(27,236)	(11,061)	40,076	27,354
Financing Cash Flow	24,278	26,161	37,017	(12,488)	(21,237)
Change in Share Capital	(87)	1,692	1,688	1,692	0
Net Change in Debt	27,986	38,558	38,722	(19,150)	(17,235)
Change in Other LT Liab.	(3,620)	(14,088)	(3,393)	4,970	(4,002)
Net Cash Flow	8,879	17,640	25,957	27,588	6,117

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- Revenue	+ COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2020	68.9%	19.0%	16.0%	-3.9%		
2021	53.0%	11.9%	11.5%	23.6%		
2022F	46.2%	8.7%	7.9%	37.2%		
2023F	56.5%	12.9%	9.4%	21.2%		
2024F	57.9%	15.4%	11.2%	15.6%		
Year	1/ Revenue	+ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2020	-0.27	1.09	1.41	0.45		
2021	-0.09	0.86	0.79	0.64		
2022F	0.12	0.59	0.39	0.91		
2023F	0.28	0.81	0.57	0.60		
2024F	0.36	0.89	0.67	0.52		
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2020	-3.9%	0.4	117.8	-2.1		
2021	23.6%	0.6	60.7	9.2		
2022F	37.2%	0.9	67.9	23.0		
2023F	21.2%	0.6	62.9	8.0		
2024F	15.6%	0.5	64.4	5.2		

Source: KGI Securities Research

BANPU Pcl - Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.