

## บมจ. บ้านปู (BANPU)

### มุ่งเน้นไปยังการเริ่มการผลิตของโรงไฟฟ้าหงสาในเดือน มี.ค.59

เราคาดว่า BANPU จะรายงานผลประกอบการที่น่าผิดหวังอีกครั้งในไตรมาส 4/58 โดยคาดจะรายงานผลขาดทุนสุทธิที่ 900 ล้านบาทจากค่าใช้จ่ายพิเศษ เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 58-59 ลงเพื่อสะท้อนราคาขายเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ต่ำลงและการปรับลดประมาณการยอดผลิต เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงในช่วงที่ผ่านมาจะสะท้อนผลประกอบการที่อ่อนแอในปี 58 แล้วและบรรดานักลงทุนน่าจะมองไปถึงกำไรสุทธิที่คาดฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปีหน้าหลังจากการผลิตเต็มกำลังของโรงไฟฟ้าหงสา คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

- **คาดผลประกอบการไตรมาส 4/58 อ่อนแอจากค่าใช้จ่ายพิเศษ** เราคาดว่า BANPU จะรายงานผลขาดทุนสุทธิที่ 931 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 ด้วยสาเหตุหลักจาก hedging loss น้ำมันที่ 8 ล้านเหรียญสหรัฐ และค่าใช้จ่ายพิเศษที่ 15 ล้านเหรียญสหรัฐ ที่ต้องจ่ายให้กับรัฐบาลอินโดนีเซียจากการขายถ่านหิน

#### ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์การดำเนินงานของถ่านหินอ่อนตัวลง qoq** ยอดขายถ่านหินของเหมืองถ่านหินอินโดนีเซียอยู่ที่ 7.2 ล้านตันในไตรมาส 4/58 เพิ่มขึ้น 6% qoq ขณะที่ราคาขายเฉลี่ยถ่านหินอินโดนีเซียในไตรมาส 4/58 ลดลง 9.6% qoq อยู่ที่ 52.5 เหรียญสหรัฐ/ตันแต่ถูกชดเชยบางส่วนจากการผลิตถ่านหินที่ลดลงจากต้นทุนดีเซลที่ต่ำลง ด้านยอดขายถ่านหินในออสเตรเลียลดลง 17.6% qoq อยู่ที่ 2.8 ล้านตันในไตรมาส 4/58 เนื่องจาก BANPU เคลื่อนย้ายอุปกรณ์ longwall ของเหมือง Mandalong ขณะที่ราคาขายเฉลี่ยถ่านหินในออสเตรเลียจะปรับตัวลดลงเล็กน้อยที่ 1.6% qoq อยู่ที่ 60 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน ในส่วนของ equity income จากผลการดำเนินงานของถ่านหินในประเทศจีนมีมูลค่าอยู่ที่ประมาณ 2 ล้านเหรียญสหรัฐ จากราคาถ่านหินที่ลดลง
- **รายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าดีขึ้น** เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าของ BANPU จะอยู่ที่ 2.7 ล้านเหรียญสหรัฐ ในไตรมาส 4/58 ด้วยสาเหตุดังต่อไปนี้
  - 1) เราคาดว่าโรงไฟฟ้าหงสาจะรายงานกำไรสุทธิที่ 7 ล้านเหรียญสหรัฐ ในไตรมาส 4/58 เทียบกับผลขาดทุนสุทธิที่ 9 ล้านเหรียญสหรัฐ ในไตรมาส 3/58 ด้วยสาเหตุหลักจาก forex gain ผลจากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นขณะที่ utilization rate อยู่ที่ประมาณ 90% โรงไฟฟ้าหงสา ยูนิต 1 เริ่มดำเนินการผลิตในเดือน มี.ย.58, ยูนิต 2 เริ่มดำเนินการผลิตในเดือน พ.ย.58 และยูนิตสุดท้ายจะเริ่มดำเนินการผลิตในเดือน มี.ค.59 จาก channel check ของเราพบว่าผู้บริหารของ BANPU มั่นใจว่าโรงไฟฟ้าหงสาสุดท้ายจะเริ่มดำเนินการผลิตได้ตามกำหนด
  - 2) **โรงไฟฟ้าของ BCLP ดำเนินการผลิตอย่างราบรื่นในไตรมาส 4/58** หลังต้องปิดปรับปรุงไปนอกกำหนดในไตรมาส 1/58 และ 2/58 ซึ่งทำให้เราคาดว่ารายได้จาก BCLP จะฟื้นตัวขึ้น qoq อยู่ที่ 10 ล้านเหรียญสหรัฐ ในไตรมาส 4/58 นอกจากนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของโรงไฟฟ้าที่ประเทศจีนจะปรับตัวดีขึ้น qoq อยู่ที่ 10 ล้านเหรียญสหรัฐ
  - 3) **ได้รับผลกระทบจากผลขาดทุนเพิ่มเติม BANPU** คาดว่าจะบันทึกผลขาดทุนที่ 8 ล้านเหรียญสหรัฐ จากการทำ hedging น้ำมันและค่าใช้จ่ายภาษีเพิ่มเติมอีก 15 ล้านเหรียญสหรัฐ ที่ต้องจ่ายให้กับรัฐบาลอินโดนีเซียจากการขายถ่านหิน

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Net turnover	102,944	102,122	84,857	77,237	77,237
EBITDA	14,767	15,377	13,486	11,764	12,040
Operating profit	7,820	8,211	6,977	4,975	4,975
Net profit (rep./act.)	3,151	2,680	(488)	3,387	3,357
Net profit (adj.)	3,151	2,680	1,887	3,387	3,357
EPS (Bt)	1.2	1.0	0.7	1.2	1.2
PE (x)	14.1	16.6	23.6	13.2	13.3
P/B (x)	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.3	9.9	11.3	13.0	12.7
Dividend yield (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Net margin (%)	3.1	2.6	(0.6)	4.4	4.3
Net debt/(cash) to equity (%)	108.9	118.5	103.3	109.5	117.2
Interest cover (x)	4.2	3.9	3.4	2.9	2.9
ROE (%)	3.6	3.3	(0.5)	3.6	3.6
Consensus net profit	-	-	1,238	3,065	3,687

UOBKH/Consensus (x) หมายเหตุ: ราคาถูกและที่ความถี่ที่ต่ำที่สุดคือได้แต่ไม่เกิดขึ้นในกรณีที่มีความถูกต้องและความถี่ที่ต่ำที่สุดของข้อมูลใน 10 วันก่อนปิดตลาดหลักทรัพย์ โดย UOBKH/Consensus (x) นี้จะอิงตามข้อมูลล่าสุดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือการรับประกันของ UOBKH/Consensus (x) หรือ UOBKayHian

## ซื้อ

### (Maintained)

ราคาปัจจุบัน	16.30 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	20.00 บาท
Upside	+22.0%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	29.00 บาท)

#### รายละเอียดบริษัท

ผู้ผลิตถ่านหินระดับภูมิภาค โดยมีเหมืองถ่านหินอยู่ใน 4 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย (ITMG) ออสเตรเลีย (Centennial) มองโกเลีย (Hunnu) และ จีน และมีแหล่งสำรองรวมทั้งหมดที่ 911 ล้านตัน นอกจากนี้ยังดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าด้วยกำลังการผลิตที่ประมาณ 0.7GW

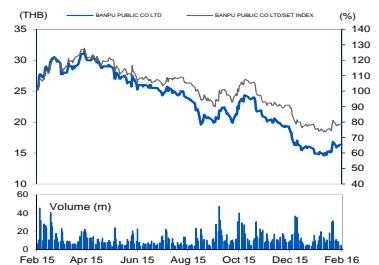
#### Stock Data

GICS sector	Energy			
Bloomberg ticker:	BANPU TB			
Shares issued (m):	2,581.9			
Market cap (Btm):	42,084.6			
Market cap (US\$m):	1,185.6			
3-mth avg daily 'over (US\$m):	6.0			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt31.50/Bt14.60			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
3.8	23.1	32.4	36.7	1.9

#### Major Shareholders

Vongkulsolkij family	17.0
NVDR	16.0
State Street Bank Europe Ltd.	6.7
FY16 NAV/Share (Bt)	38.49
FY16 Net Debt/Share (Bt)	39.95

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

#### ธนพร วิศรุตพงศ์

02-659-8301

[tanaporn@uobkayhian.co.th](mailto:tanaporn@uobkayhian.co.th)

#### ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

[phaiwat@uobkayhian.co.th](mailto:phaiwat@uobkayhian.co.th)

### 4Q15 RESULTS PREVIEWS

Year to 31 Dec	4Q14 (Btm)	3Q15 (Btm)	4Q15F (Btm)	yoy % change	qoq % change
Revenue	24,329	21,060	21,264	-12.6%	1.0%
COGS	16,832	14,093	14,555	-13.5%	3.3%
Income tax	-281	945	101	n.a.	-89.3%
Recurring-Profit	1,401	2,773	1,274	-9.0%	-54.0%
FX gain/(loss)	175	637	-	n.a.	n.a.
Hedging gain/(loss)	-	-630	-823	n.a.	30.7%
Net income	66	-72	-931	n.a.	1187.9%
EPS (Bt)	0.02	-0.03	-0.34	n.a.	1187.9%
Gross margin (%)	30.8%	33.1%	31.6%		
EBITDA margin (%)	15.8%	17.6%	12.4%		
Net profit margin (%)	0.3%	-0.3%	-4.4%		

Source: BANPU

- BANPU จะเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในเดือน เม.ย.59** BANPU กำลังมองหาการเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มการเติบโตของธุรกิจพลังงานโดยจะเปิดขายหุ้น IPO ของบริษัทในเครือได้แก่ BANPU Power ทั้งนี้ BANPU ได้ยื่นเอกสารแสดงเจตจำนงต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว (เมื่อวันที่ 26 ต.ค.58) และกำลังรอการอนุมัติอยู่ในขณะนี้ BANPU ตั้งเป้าว่า BANPU Power จะเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในเดือน เม.ย.59 แต่ยังคงพิจารณาถึงเงื่อนไขของตลาด
- คาดการณ์ราคาถ่านหินยังอยู่ในระดับต่ำในปี 59** บริษัทโรงไฟฟ้าของประเทศญี่ปุ่น (หรือเป็นผู้ใช้ถ่านหินที่รู้จักในชื่อ JPU) อยู่ระหว่างการเจรจากับ supplier ถ่านหินทุกเดือน เม.ย. และ พ.ย. บริษัทฯ คาดว่า JPU จะประกาศราคาถ่านหินครั้งต่อไปในเดือน เม.ย.59 โดยคาดการณ์ราคาถ่านหินจะลดลงอยู่ที่ 55-59 เหรียญสหรัฐ/ตัน จาก 63 เหรียญสหรัฐ/ตัน ที่มีการกำหนดไว้เมื่อเดือน พ.ย.58 จากความต้องการจากประเทศจีนที่ลดลงและปัญหาซัพพลายล้นตลาดทั่วโลก ดังนั้น BANPU คาดว่าราคาขายเฉลี่ยถ่านหินในอินโดนีเซียในปี 59 จะอ่อนตัวลง yoy อยู่ที่ 47-48 เหรียญสหรัฐ/ตัน (จาก 56.7 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 58) ตามราคาถ่านหินของ JPU ปัจจุบันหลักของ BANPU คาดจะมาจากกรณีที่บริษัทฯ ลดต้นทุนอย่างต่อเนื่องและต้นทุนการผลิตถ่านหินของอินโดนีเซียที่คาดว่าจะลดลงอยู่ที่ 42 เหรียญสหรัฐ/ตัน (จาก 50 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 58) ในส่วนของประเทศออสเตรเลีย เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยในปี 59 จะคงที่ yoy อยู่ที่ประมาณ 64 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน เนื่องจาก BANPU จะสามารถกำหนดราคาถ่านหินใหม่ได้อีกเกือบ 2 ล้านตันที่ขายในประเทศ (15% ของยอดขายถ่านหินในออสเตรเลีย) เริ่มตั้งแต่กลางปี 59 จากสัญญาฉบับปัจจุบันซึ่งกำหนดราคาไว้ที่ 50 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน
- คาดการณ์ยอดขายถ่านหินของเหมืองอินโดนีเซียจะลดลงในปี 59** ผู้บริหารคาดว่ายอดขายถ่านหินในอินโดนีเซียจะลดลง 10-15% อยู่ที่ 25-26 ล้านตัน ในปี 59 จาก 28.5 ล้านตันในปี 58 ด้วยสาเหตุหลักจากการปิดทำการของเหมือง Tandung Mayang จากปริมาณสำรองถ่านหินที่หมดลงประกอบกับความต้องการที่ลดลงของประเทศจีน ขณะเดียวกัน ผู้บริหารคาดว่ายอดขายถ่านหินในประเทศออสเตรเลียจะคงที่ yoy อยู่ที่ 13 ล้านตัน
- BANPU Power จะเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างไตรมาส 2/59-3/59** BANPU กำลังมองหาวิธีเพิ่มทุนเพื่อขยายการเติบโตของธุรกิจโรงไฟฟ้าโดยจะเปิดขายหุ้น IPO ของบริษัทในเครือได้แก่ BANPU Power ทั้งนี้ BANPU ได้ยื่นเอกสารแสดงเจตจำนงต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้วและกำลังรอการอนุมัติอยู่ในขณะนี้ พอร์ตโรงไฟฟ้าของ BANPU อยู่ที่ 1,649 MW (equity capacity) ในปี 59 จากการผลิตเต็มกำลังของโรงไฟฟ้าหงสาและคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 2,045 MW เมื่อโรงไฟฟ้า Shanxi Lu เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์เต็มกำลัง (จะเพิ่ม equity-MW ให้แก่พอร์ตของบริษัทฯ อีก 396 MW) บริษัทฯ ตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตของพอร์ตโรงไฟฟ้าในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิกขึ้นเป็น 2.4GW ในปี 63

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

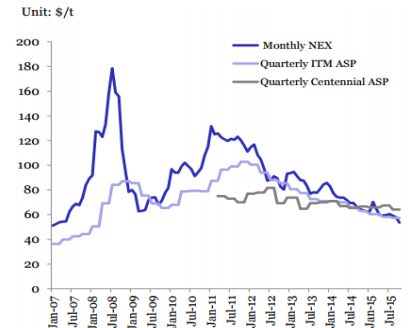
- เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 58 ลงจาก 594 ล้านบาทเป็นรัฐบาลขาดทุนสุทธิที่ 488 ล้านบาท นอกจากนี้ เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ลง 35.3% และ 27.8% yoy ตามลำดับเพื่อสะท้อนราคาขายเฉลี่ยและยอดขายถ่านหินที่อ่อนตัวลง

### คำแนะนำ

- คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 18.60 บาทอิงด้วยวิธี DCF** เราให้มูลค่าธุรกิจถ่านหินของ BANPU อิงด้วย PE ที่ 8 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดในค่าเฉลี่ยรอบ 5 ปีและใกล้เคียงกับของคู่แข่งรายอื่นในภูมิภาคที่ซื้อขายด้วย PE ที่ 8.5 เท่า ขณะที่เรายังใช้วิธี DCF ในการคำนวณมูลค่าของธุรกิจโรงไฟฟ้า ราคาหุ้น BANPU ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 13.2 เท่า และซื้อต่ำกว่าของกลุ่มพลังงานในประเทศไทยที่ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 13.7 เท่า ทั้งนี้ เราคาดว่าธุรกิจโรงไฟฟ้าของ BANPU จะคิดเป็น 100% ของกำไรสุทธิรวม ขณะที่ค่าธุรกิจถ่านหินของ BANPU จะบันทึกผลขาดทุนสุทธิในปี 59
- ราคาหุ้นในขณะนี้ น่าจะรับผลประโยชน์จากการที่อ่อนแอในไตรมาส 4/58 แล้วและบรรดานักลงทุนน่าจะมองไปถึงกำไรสุทธิที่คาดเติบโตขึ้นในปีหน้าจากการดำเนินงานเต็มกำลังของโรงไฟฟ้าหงสา

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้บุคคลหนึ่งบุคคลหนึ่งทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

### BANPU ASP VS BENCHMARK PRICES



Source: BANPU

### 4Q15 KEY VALUE DRIVER

	4Q14	3Q15	4Q15F	yoy % chg	qoq % chg
Indonesian Sale Volume (m tonnes)	7.3	6.8	7.2	-1.4%	5.9%
Indonesian ASP (US\$/tonne)	63.0	56.0	52.5	-16.7%	-6.3%
Australian Sale Volume (m tonnes)	3.8	3.4	2.8	-26.3%	-17.6%
Australian ASP (A\$/tonnes)	67.0	61.0	60.0	-10.4%	-1.6%
Total BANPU Sale Volume (m tonnes)	12.2	11.2	11.1	-9.0%	-0.9%

Source: BANPU, UOB Kay Hian

### 2016 SOTP VALUATION

Unit	Shareholding (%)	Value (Btm)	Value (Bt/sh)	Valuation Method
<b>Coal business</b>				
- Indonesia coal		49,945	18.4	PE 8x
- Australia coal	100%	4,539	1.7	PE 8x
- China coal		3,404	1.3	PE 8x
- Mongolia coal	100%	(2,630)	-	
<b>Power business</b>				
- BCLP (Thailand)	50%	34,630	12.7	DCF
- Hongsa (Laos)	40%	32,769	12.1	DCF
- China power	100%	31,991	11.8	DCF
(-) Net Debt (BANPU)		(100,297)	-36.9	
<b>Equity value</b>		<b>54,350</b>	<b>20.0</b>	

Source: UOB Kay Hian

### BREAKDOWN

Equity MW to BANPU	%holding	New		Old	
		2015F	2016F	2015F	2016F
BCLP	50%	717	717	717	717
Luannan	100%	100	100	100	100
Zhengding	100%	48	73	48	73
Zouping	70%	70	70	70	70
Hongsa	40%	438	689	438	689
<b>Total</b>		<b>1,373</b>	<b>1,649</b>	<b>1,373</b>	<b>1,649</b>
<b>Equity tonnes to BANPU (m tonnes)</b>					
Indonesia Coal		28.80	25.60	27.50	26.90
Australia Coal		13.00	13.00	13.60	14.10
China Coal		4.40	4.40	4.30	4.30
<b>Total</b>		<b>46.20</b>	<b>43.00</b>	<b>45.40</b>	<b>45.30</b>
<b>ASP</b>					
ASP Indo mine		56.74	48.89	58.20	57.50
ASP Australia mine		63.00	64.00	62.90	62.00
<b>Net Profit Breakdown (Btm)</b>					
Power Business		935	4,026	1,960	4,572
Coal Business		-1,423	-639	-1,366	659
<b>Total net profit</b>		<b>-488</b>	<b>3,387</b>	<b>594</b>	<b>5,231</b>

Source: UOB Kay Hian