

บมจ. บ้านปู (BANPU)

ธุรกิจโรงไฟฟ้าจะมีบทบาทสำคัญอย่างมาก

BANPU กำลังมุ่งเน้นไปยังการลดต้นทุนและลด capex ในธุรกิจถ่านหินเพื่ออยู่รอดในอุตสาหกรรมขณะที่ คาดธุรกิจโรงไฟฟ้าจะมีบทบาทสำคัญในระยะกลางถึงยาว ราคาหุ้นในขณะนี้ น่าจะรับรู้ปัจจัยบวกของกำไรสุทธิที่คาดว่าจะฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญในปีหน้าหลังจากการผลิตเต็มกำลังของโรงไฟฟ้าหงสาแล้ว คง คำนะนำ ชื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- เราได้เข้าร่วมการประชุมกับ BANPU เมื่อวันที่ 24 ก.พ. ที่ผ่านมาโดยมีประเด็นสำคัญดังต่อไปนี้
 - 1) แนวโน้มถ่านหินยังอ่อนแอ ตลาดถ่านหินยังประสบปัญหาผลผลิตล้นตลาด
 - 2) ปรับลด capex ลง 70% ในปี 59-63 BANPU จะปรับลด capex อย่างมากในอีก 5 ปีต่อจากนี้ จาก 52.1 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 52-58 มาอยู่ที่ 15.4 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 59-63 เพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับกระแสเงินสด
 - 3) ธุรกิจโรงไฟฟ้าจะเติบโตขึ้นเนื่องจากโรงไฟฟ้าหงสา ยูนิต 3 จะเริ่มดำเนินการผลิตตามกำหนด ขณะที่โรงไฟฟ้าหงสา ยูนิต 1 และ 2 ผลิตเต็มกำลังแล้วในขณะนี้
 - 4) ไม่บันทึกค่าซ่อมแซมของแหล่ง Centennial ผู้บริหารยืนยันว่าบริษัท ไม่ต้องบันทึก impairment loss สำหรับแหล่ง Centennial แม้เข้าชื่อกิจการตอนที่ราคาถ่านหินสูงเนื่องจากมี ปริมาณถ่านหินสำรองที่ 365.8 ล้านตันหรือมากกว่า 20 ปี

ผลกระทบต่อในอนาคต

- ภาพรวมถ่านหินยังอ่อนแอ BANPU คาดว่าซัพพลายถ่านหินทั่วโลกจะลดลง 25 ล้านตันในปี 59 ขณะที่ความต้องการจะอ่อนตัวลง 18 ล้านตัน ด้วยสาเหตุหลักจากสภาวะเศรษฐกิจในประเทศจีนที่อ่อนตัวลง นอกจากนี้ การใช้ไฟฟ้าต่อยูนิตของ GDP ที่ลดลงประกอบกับมาตรการควบคุมมลพิษ น่าจะทำให้ความต้องการถ่านหินในประเทศจีนลดลง 30 ล้านตันในปี 59 เราเชื่อว่าถ่านหิน, ก๊าซธรรมชาติ, LNG และพลังงานทดแทนต้องใช้เวลาระยะหนึ่ง เพื่อจะกลับมามีความสมดุลอีกครั้ง ราคาถ่านหินที่ลดลงและทรัพย์สินโดยคุณภาพซึ่งอาจเปิดโอกาสให้มีการควบรวมกิจการ บริษัท คาดว่า การประกาศราคาถ่านหินของกลุ่มบริษัทโรงไฟฟ้าของญี่ปุ่นครั้งต่อไปที่จะเกิดขึ้นในเดือน เม.ย. 59 จะ เน้นย้ำถึงราคาถ่านหินที่ลดลงอยู่ที่ 55-59 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน (จากข้อตกลงที่ 63 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน) จากความต้องการในเงินที่ลดลงและปัญหาซัพพลายล้นตลาดทั่วโลก

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	102,122	84,650	77,237	77,237	77,043
EBITDA	15,377	12,871	11,505	11,770	11,699
Operating profit	8,211	6,426	4,975	4,975	4,837
Net profit (rep./act.)	2,695	(1,534)	3,387	3,357	3,292
Net profit (adj.)	2,695	1,591	3,387	3,357	3,292
EPS (Bt)	1.0	0.6	1.2	1.2	1.2
PE (x)	18.1	30.6	14.4	14.5	14.8
P/B (x)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	10.1	12.1	13.5	13.2	13.3
Dividend yield (%)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
Net margin (%)	2.6	(1.8)	4.4	4.3	4.3
Net debt/(cash) to equity (%)	121.5	130.8	109.3	116.9	118.7
Interest cover (x)	3.9	3.3	2.8	2.8	2.8
ROE (%)	3.3	(1.9)	3.7	3.6	3.5
Consensus net profit	-	-	2,263	3,296	4,424
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.50	1.02	0.74

Source: Banpu, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	17.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	20.00 บาท
Upside	+14.3%

รายละเอียดบริษัท

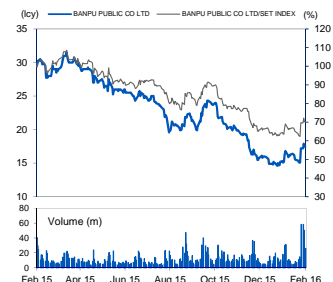
ผู้ผลิตถ่านหินระดับภูมิภาค โดยมีเหมืองถ่านหินอยู่ใน 4 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย (ITMG) ออสเตรเลีย (Centennial) มองโกเลีย (Hunnu) และ จีน และมี แหล่งสำรองรวมทั้งหมดที่ 911 ล้านตัน นอกจากนี้ ยังดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าด้วยกำลังการผลิตที่ประมาณ

0.7GW

Stock Data

GICS sector	Energy			
Bloomberg ticker:	BANPU TB			
Shares issued (m):	2,581.9			
Market cap (Btm):	46,215.6			
Market cap (US\$m):	1,293.2			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	5.7			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt31.50/Bt14.60			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
17.8	10.9	17.5	36.6	11.9
Major Shareholders				
Vongkosolkij family				17.0
NVDR				16.0
State Street Bank Europe Ltd.				6.7
FY16 NAV/Share (Bt)				36.90
FY16 Net Debt/Share (Bt)				40.31

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงค์

02-659-8301

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ ชักชวนให้ให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Update

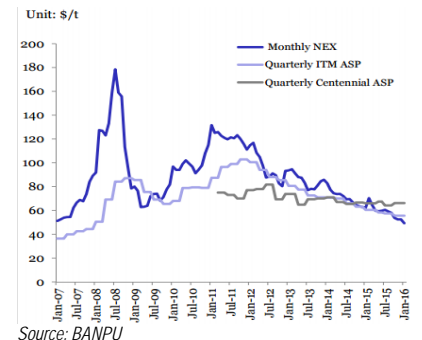
Thursday, 25 February 2016

- **คาดการณ์ราคาขายเฉลี่ยในอินโดนีเซียจะลดลง yoy ในปี 59** BANPU คาดว่าราคาขายเฉลี่ยด้านหินในอินโดนีเซียจะอ่อนตัวลง yoy อยู่ที่ 47-48 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 59 (จาก 56.7 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 58) และคาดการณ์ราคาขายเฉลี่ยด้านหินในออสเตรเลียจะคงที่ yoy อยู่ที่ประมาณ 64 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน ในปี 59 เนื่องจาก BANPU จะสามารถกำหนดราคาใหม่ของปริมาณด้านหินใหม่ที่ 2 ล้านตันที่จะถูกขายในประเทศได้ (15% ของยอดขายด้านหินในออสเตรเลีย) เริ่มตั้งแต่วันที่ 50 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน
- **คาดการณ์ยอดขายด้านหินของเหมืองอินโดนีเซียจะลดลงในปี 59** ผู้บริหารคาดว่ายอดขายด้านหินในอินโดนีเซียจะลดลง 10-15% อยู่ที่ 25-26 ล้านตัน ในปี 59 จาก 28.5 ล้านตันในปี 58 ด้วยสาเหตุหลักจากการปิดทำการของเหมือง Tandung Mayang จากปริมาณสำรองด้านหินที่หมดลงประกอบกับความต้องการที่ลดลงของประเทศจีน ขณะเดียวกัน ผู้บริหารคาดว่ายอดขายด้านหินในประเทศออสเตรเลียจะคงที่ yoy อยู่ที่ 13 ล้านตัน
- **การลดต้นทุนคือกุญแจสำคัญที่จะทำให้ BANPU อยู่รอด** บริษัท มุ่งเน้นไปยังการลดต้นทุนอย่างต่อเนื่องโดยประสบความสำเร็จในการลดต้นทุนเหมืองที่ออสเตรเลียและอินโดนีเซียลง 30-35% ในปี 55-58 นอกจากนี้ บริษัท คาดว่าจะปรับลดต้นทุนในการผลิตด้านหินที่เหมือนในอินโดนีเซียลงให้อยู่ที่ 42 เหรียญสหรัฐ/ตัน (จาก 50 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 58)
- **การนำ BANPU Power เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีการกำหนดระยะเวลาที่ชัดเจน** ผู้บริหารไม่ได้กำหนดระยะเวลาที่ชัดเจนในการนำ Banpu Power เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ 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

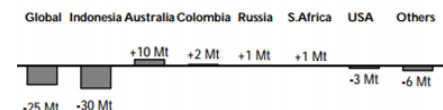
- **เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิม**
- **คำแนะนำ**
- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาทอิงด้วยวิธี DCF** เราให้มูลค่าธุรกิจด้านหินของ BANPU อิงด้วย PE ที่ 8 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดในค่าเฉลี่ยรอบ 5 ปีและใกล้เคียงกับของคู่แข่งรายอื่นในภูมิภาคที่ซื้อขายด้วย PE ที่ 8.5 เท่า ขณะที่เรายังใช้วิธี DCF ในการคำนวณมูลค่าของธุรกิจโรงไฟฟ้า ราคาหุ้น BANPU ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 14.4 เท่า ซึ่งกลับมาซื้อขายสูงกว่าของกลุ่มโรงไฟฟ้าในประเทศไทยที่ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 13.7 เท่า
- **ราคาหุ้นในขณะนี้ น่าจะรับรู้ปัจจัยบวกจากกำไรสุทธิที่เติบโตขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปีหน้าแล้วหนุนจากการผลิตเต็มกำลังของโรงไฟฟ้าหงสา**

BANPU ASP VS BENCHMARK PRICES

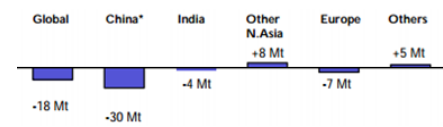


Source: BANPU

COAL SUPPLY



COAL DEMAND



Source: BANPU

2016 SOTP VALUATION

Unit	Shareholding (%)	Value (Btm)	Value (Bt/sh)	Valuation Method
Coal business				
- 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)	- 1.0	
Power business				
- BLCP (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	
Equity value		54,350	20.0	

Source: UOB Kay Hian

BREAKDOWN

Equity MW to BANPU	%holding	2016F	2017F
BLCP	50%	717	717
Luannan	100%	100	100
Zhengding	100%	73	73
Zouping	70%	70	70
Hongsa	40%	689	689
Total		1,649	1,649
Equity tonnes to BANPU (m tonnes)			
Indonesia Coal		25.60	25.60
Australia Coal		13.00	13.00
China Coal		4.40	4.40
Total		43.00	43.00
ASP			
ASP Indo mine		48.89	48.89
ASP Australia mine		64.00	64.00
Net Profit Breakdown (Btm)			
Power Business		4,066	4,095
Coal Business		- 679	- 738
Total net profit		3,387	3,357

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคีย ฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน