บมจ. บ้านปู (BANPU)

เราแนะนำให้นักลงทุนใช้สิทธิ์ซื้อหุ้นเพิ่มทุนและ warrants

เรามีมุมมองบวกกับการเพิ่มทุนของ BANPU และแนะนำให้นักลงทุนใช้สิทธิ์ซื้อ warrants แม้จะมี dilution ต่อ EPS ในปี 59 อยู่ 44% แต่ right issue จะช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับความสามารถของ BANPU ในการจัดการกับสินเชื่อและดอกเบี้ยประกอบกับความเป็นไปได้ในการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของบรรดา agency หากเราซื้อหุ้น BANPU ที่ 16.60 บาท ด้าน holding cost จะอยู่ที่ 10.85 บาทหรือมี upside ต่อราคาเป้าหมายของเราที่ 13.80 บาท (ex all) อยู่ 27% คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- Banpu ประกาศเพิ่มทุน คณะกรรมการบริหารของ BANPU อนุมัติการเพิ่มหุ้นเป็น 5,164 ล้านหุ้น โดยจะออกหุ้นใหม่ที่ 2,581 ล้านหุ้น:
  1) Banpu เสนอออกหุ้นใหม่ 2 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นใหม่ โดยจะออกหุ้นใหม่จำนวน 1,291 ล้านหุ้นที่ราคาเพิ่มทุนหุ้นละ 5.00 บาท โดยจะขึ้น XR ในวันที่ 25 เม.ย.59
  2) นอกจากนี้ Banpu จะออกหุ้น 1,291 ล้านหุ้นสำหรับรองรับการใช้สิทธิ์ของ BANPU-W3 ซึ่งจะได้ฟรีพร้อมกับเพิ่มทุน โดยราคาใช้สิทธิ์ของ warrants อยู่ที่ 5.00 บาท/หุ้น สามารถใช้สิทธิ์ได้ในทุกไตรมาส Warrant มีอายุ 1 ปีหลังออกเสนอขาย

รายละเอียดเกี่ยวกับการเพิ่มทุน

	Rights issue	Warrant issue
Ratio	1 new share for every 2 existing shares	1 warrant for every new share
Offering price/ Exercise price (Bt)	5.00	5.00
Number of new shares/warrants	1,291m	1,291m
Ex-Rights Date	25 Apr 16	-
Offering Date	-	23 May-31 May 16

Source: Banpu

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	**16.60 บาท**
ราคาเป้าหมายปี'59	**20.00 บาท**
Upside	**+20.5%**

รายละเอียดบริษัทฯ

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

Stock Data

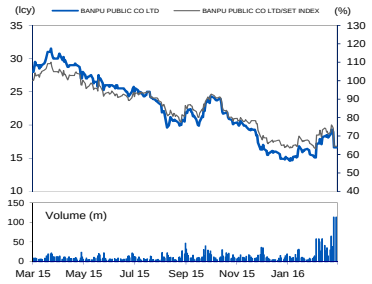
GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	BANPU TB
Shares issued (m):	2,581.9
Market cap (Btm):	42,859.2
Market cap (US$m):	1,219.0
3-mth avg daily t'over (US$m):	8.3

Price Performance (%)

52-week high/low				Bt31.50/Bt14.60
1mth	**3mth**	**6mth**	**1yr**	**YTD**
6.4	4.0	20.2	41.2	3.8

Major Shareholders	**%**
Vongkusolkij 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

KEY FINANCIALS (BEFORE XR AND XW)

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)	16.7	28.4	13.3	13.4	13.7
P/B (x)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	9.9	11.8	13.2	12.9	13.0
Dividend yield (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
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	-	-	2,444	3,351	4,581
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.39	1.00	0.72

Source: Banpu, Bloomberg, UOB Kay Hian

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงศ์
02-659-8301
tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย
02-659-8301
chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ผลกระทบในอนาคต

- **การเพิ่มทุนจะช่วยให้ความกังวลหมดไป** แม้เราคาดว่า EPS ในปี 59 จะมี dilution ที่ 44% จากการเพิ่มทุนและ Exercise Warrant (XR+XW) แต่เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาท (ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 13.80 บาท หลัง XR และ XW) การเพิ่มทุนในครั้งนี้จะช่วยให้ความกังวลเกี่ยวกับเรื่องความสามารถในการชำระหนี้สินของ BANPU และความเป็นไปได้ในการที่บริษัทฯ อาจถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือหมดไป จาก net gearing ที่ลดลง การเพิ่มทุนจะเพิ่มความสามารถของ Banpu ในการลงทุนมากขึ้นในอนาคต เราแนะนำให้นักลงทุนใช้สิทธิ์ในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนและ Exercise warrants เนื่องจากราคาใช้สิทธิ์ที่ค่อนข้างต่ำ
- **การเพิ่มทุนคิดทางเลือกที่ดีที่สุด** นอกจากการเพิ่มทุนแล้ว เราคาดว่า BANPU มีทางเลือกอีกไม่มากนักในการแก้ไขปัญหาหนี้สินที่อยู่ในระดับสูงที่ 3,300 ล้านเหรียญสหรัฐฯ การนำ Banpu Power เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ถูกเลื่อนออกไปเป็นไตรมาส 3/59 จากช่วงต้นไตรมาส 2/59 และขนาดของ IPO อาจจะเล็กกว่าคาดจาก market conditions ที่ไม่เอื้ออำนวย (ตลาดคาดว่า IPO proceeds จะอยู่ที่ 600 ล้านเหรียญสหรัฐฯ และประมาณ 1 ใน 3 ของ IPO proceeds จะเป็นของ Banpu) นอกจากนี้ Banpu จะไม่สามารถได้รับเงินปันผลเพิ่มขึ้นจาก ITMG (บริษัทถ่านหินในอินโดนีเซียที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์) เนื่องจากอัตราการจ่ายปันผลของ ITMG อยู่ที่ 100% แล้ว อีกทั้ง การทำ debt refinancing ก็ไม่ใช่ทางเลือกที่เหมาะสมเนื่องจากธนาคารจะไม่ให้กู้เงินเพิ่มอีกจาก net D/E ratio ของ Banpu ที่อยู่ในระดับสูง
- **คาด net D/E จะลดลงอยู่ที่ 1.1 เท่า** net D/E ratio ที่อยู่ในระดับสูงและความสามารถในการชำระเงินกู้และดอกเบี้ยเป็นปัจจัยลบที่ส่งผลต่อราคาหุ้นของ BANPU โดย net D/E ratio ของ BANPU ณ ปี 58 อยู่ที่ 1.4 เท่า เทียบกับ debt covenant ที่ 1.75 เท่า เราคาดว่า net D/E ratio จะเพิ่มขึ้นจาก capex ของ BANPU (มาจากธุรกิจโรงไฟฟ้าเป็นหลัก) เราคาดว่า net D/E ratio จะลดลงอยู่ที่ 1.1 เท่าหลังเพิ่มทุน
- **PE ในปี 59 ที่สูงขึ้นเป็นเรื่องที่ยอมรับได้** PE ของ Banpu ในปี 59 (หลัง XR+XW) จะสูงขึ้นอยู่ที่ 19.6 เท่าจากที่ 13.3 เท่าในขณะนี้ เรามองว่า PE ในระดับที่สูงเป็นพิเศษเป็นเรื่องที่ยอมรับได้ในระยะใกล้ ธุรกิจโรงไฟฟ้าของ BANPU เป็นแหล่งสร้างกำไรหลักและราคาหุ้นของกลุ่มโรงไฟฟ้าในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 10-44 เท่า

2016 SOTP VALUATION BEFORE/AFTER XR AND XW

	Shareholding (%)	Value After XR and XW (Btm)	(Bt/sh)	Value Before XR and XW (Btm)	(Bt/sh)	Valuation Method
Coal business						
- Indonesia		51,645	10.0	47,645	17.5	PE 8x
- Australia	100%	4,539	0.9	4,539	1.7	PE 8x
- China		3,404	0.7	3,404	1.3	PE 8x
- Mongolia	100%	(2,672)	(0.5)	(2,672)	(1.0)	
Power business						
- BLCP (Thailand)	50%	35,185	6.8	35,185	12.9	DCF
- Hongsa (Laos)	40%	33,296	6.4	33,296	12.3	DCF
- China power	100%	32,504	6.3	32,504	12.0	DCF
(-) Net Debt (BANPU)		(86,551)	(16.8)	(99,551)	(36.6)	
Equity value		71,350	13.8	54,350	20.0	

Source: Banpu, UOB Kay Hian

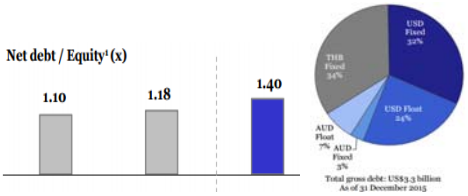
การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิม

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาท (ราคาเป้าหมาย 13.80 บาท fully diluted)** อิงด้วยวิธี DCF เราให้มูลค่าธุรกิจถ่านหินของ BANPU อิงด้วย PE ที่ 8 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดในค่าเฉลี่ยรอบ 5 ปีและใกล้เคียงกับของคู่แข่งรายอื่นในภูมิภาคที่ซื้อขายด้วย PE ที่ 8.5 เท่า ขณะที่เรายังใช้วิธี DCF ในการคำนวณมูลค่าของธุรกิจโรงไฟฟ้า

GEARING RATIOS & DEBT STRUCTURE



Source: BANPU

IMPACT FROM CAPITAL INCREASE

	2016F	
	Old	New
Cur. Shares (m shares)	2,582	2,582
New shares (m shares)	-	2,582
Total shares (m shares)	2,582	5,164
Cash receive from capital increase	0	12,909
Interest Bearing Debt (Btm)	118,800	105,891
Equity (Btm)	84,857	98,267
Net debt/Equity (x)	1.4	1.1
Net Profit (Btm)	3,887	4,387
Fully-diluted EPS (Bt)	1.51	0.85
Earnings dilution (%)		-44%
2016 PE (x)- Price = Bt17	11.0	19.6

Source: Banpu, UOB Kay Hian

OPERATIONAL 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)	2016F	2017F
Indonesia Coal	25.60	25.60
Australia Coal	13.00	13.00
China Coal	4.40	4.40
Total	**43.00**	**43.00**
ASP Indo mine	48.89	48.89
ASP Australia mine	64.00	64.00

Net Profit Breakdown (Btm)	2016F	2017F
Power Business	4,066	4,095
Coal Business	- 679	- 738
Total net profit	**3,387**	**3,357**

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน