

บมจ. บ้านปู (BANPU)

ข่าวใหม่ในธุรกิจก๊าซธรรมชาติ

แม้สร้างรายได้แค่เล็กน้อยแต่ดีล M&A ล่าสุดที่เกิดขึ้นเป็นก้าวแรกของ BANPU สำหรับการลงทุนในธุรกิจก๊าซธรรมชาติ (นอกจากเหมืองถ่านหินแบบเดิม) ด้วยเงินลงทุนในการรวบรวมกิจการที่ถูกกว่าในอุตสาหกรรม นอกจากนี้ เราคาดว่าพื้นที่ที่ยังไม่ได้รับการพัฒนาจะช่วยเพิ่มกำลังในการผลิตก๊าซ ณ ปัจจุบันของ BANPU ให้มากขึ้น และ BANPU อาจซื้อหุ้นอีก 5.2% ในโครงการนี้จาก passive investor อื่น เราจึงคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาทหรือ 13.8 บาท (ex all)

เหตุการณ์ใหม่

- **กลยุทธ์ใหม่ของ Banpu (ในปี 59-63)** Banpu กำลังรีวิวกกลยุทธ์ใหม่ในขณะนี้และตั้งเป้าที่จะพิจารณางบประมาณและแผนการเงินให้เสร็จสิ้นภายในไตรมาส 3/59 โดยตั้งเป้าส่วนแบ่งระหว่างธุรกิจ upstream (เหมืองถ่านหิน, shale gas และแหล่งพลังงานอื่นๆ) และ downstream (coal-fired, gas-fired และพลังงานทดแทน) ที่ 60%:40%
- **ก้าวแรกของธุรกิจต้นน้ำใหม่- shale gas ธรรมชาติในสหรัฐฯ** Banpu ซื้อหุ้น 29.4% ใน Chaffee Joint Exploration Agreement (JEA) ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือของ Marcellus Shale รัฐเพนซิลวาเนีย (แหล่งก๊าซธรรมชาติที่ใหญ่ที่สุดในสหรัฐฯ) ด้วยเงินลงทุนที่ 112 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก Range Resource ผ่านการตั้งกองทุน โครงการดังกล่าวมี proved reserves (P1) ที่ 156,000 ล้านลูกบาศก์ฟุตของก๊าซธรรมชาติหรือ 27 mmmboe ให้แก่ BANPU โดยมีกำลังการผลิตก๊าซธรรมชาติสุทธิแก่ Banpu ที่ 21 mmscfd ในปี 59 และมีหลุมสำหรับผลิตที่ 62 หลุมและอีก 14 หลุมที่อยู่ระหว่างการพัฒนา การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้คือก้าวแรกของ Banpu สำหรับการลงทุนในธุรกิจก๊าซธรรมชาติ
- JEA เป็นเจ้าของระบบท่อส่งและสถานี compressor และมีสัญญาขายก๊าซระยะยาว 10 ปีกับลูกค้าซึ่งมีการกำหนดราคาขายที่แน่นอน JEA บริหารงานโดย Talisman ซึ่งเป็นผู้ประกอบการด้านก๊าซธรรมชาติชั้นนำในสหรัฐฯ โดยถือหุ้นอยู่ 65.4% ด้าน Repsol เข้าซื้อกิจการใน Talisman เมื่อเดือนพ.ค.58 ที่ 13,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่ Banpu ก่อตั้งกองทุนในสหรัฐฯ ชื่อ BKV OIL & Gas Capital Partners เพื่อแสวงหาโอกาสในการเข้าซื้อกิจการ จากการที่บริษัทฯ เริ่มลงทุนในธุรกิจก๊าซธรรมชาติทำให้ Banpu ตั้งเป้าที่จะขยายพอร์ตของตัวเองให้มากขึ้น (นอกจากธุรกิจถ่านหิน) เนื่องจากก๊าซเป็นแหล่งพลังงานที่จะได้ประโยชน์อย่างมากจากการเติบโตของการใช้พลังงาน
- BANPU แต่งตั้งให้คุณอนนต์ ศิริแสงทักษิณ อดีต CEO ของ PTTEP ให้ดำรงตำแหน่ง director ของ BANPU และ executive advisor ของธุรกิจก๊าซธรรมชาติใหม่

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)	19.0	32.1	15.1	15.2	15.5
P/B (x)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	10.3	12.3	13.7	13.4	13.5
Dividend yield (%)	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
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	-	-	1,632	3,314	4,013
UOBKH/Consensus (x)	-	-	2.08	1.01	0.82

Source: Banpu, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน 18.80 บาท

ราคาเป้าหมายปี'59 20.00 บาท

Upside +6.4%

รายละเอียดบริษัท

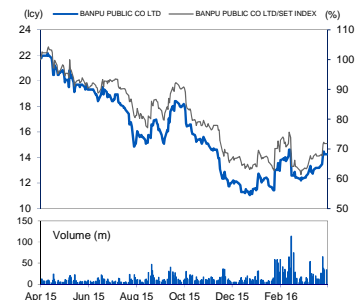
ผู้ผลิตถ่านหินระดับภูมิภาค โดยมีเหมืองถ่านหินอยู่ใน 4 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย (ITMG) ออสเตรเลีย (Centennial) มองโกเลีย (Hunnu) และ จีน และมีแหล่งสำรองรวมทั้งหมดที่ 911 ล้านตัน นอกจากนี้ ยังดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าด้วยกำลังการผลิตที่ประมาณ

0.7GW

Stock Data

GICS sector	Energy			
Bloomberg ticker:	BANPU TB			
Shares issued (m):	2,581.9			
Market cap (Btm):	48,539.3			
Market cap (US\$m):	1,385.9			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	11.4			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt29.75/Bt14.60			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
15.3	23.7	20.7	37.9	17.5
Major Shareholders				
Vongkukuljij family				%
NVDR				17.0
State Street Bank Europe Ltd.				16.0
FY16 NAV/Share (Bt)				6.7
FY16 Net Debt/Share (Bt)				36.90
				40.31

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงศ์

02-659-8301

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ผลกระทบในอนาคต

- **ดีลที่ดี** เราคิดว่าดีลดังกล่าวจะส่งผลดีกับ BANPU เนื่องจาก 1) ต้นทุนในการซื้อกิจการที่ถูกโดยอยู่ที่เพียงแค่ 0.71 เหรียญสหรัฐ/mmscf (หรือ 4.3 เหรียญสหรัฐ/boe) เทียบกับของอุตสาหกรรมที่ 1.6 เหรียญสหรัฐ/mmscf เนื่องจากผู้ขายต้องการมุ่งเน้นไปยังทรัพย์สิน wet gas ใน West Virginia 2) โครงการดังกล่าวสามารถเพิ่มกำลังการผลิตให้กับ BANPU เนื่องจากมีอีก 14 หลุมที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง (62 หลุมในขณะนี้อยู่ในตำแหน่งเดียวกับ 173 หลุมที่มีความเสี่ยงน้อย) 3) 75% ของยอดขายมี offtake agreements ระยะเวลายาว 10 ปีกับลูกค้าด้วยราคาขายคงที่แล้ว และ 4) โครงการเป็นเจ้าของระบบท่อส่งและสถานี compressor เพื่อรองรับการผลิตที่มากขึ้นซึ่งทำให้ต้นทุนในการดำเนินงานถูก ทั้งนี้ ต้นทุนในการขนส่งคิดเป็น 20-25% ของราคาก๊าซ
- **โครงการดังกล่าวสร้างรายได้เล็กน้อยแก่ bottom line** Banpu จะใช้ความชำนาญของ Talisman เป็นผู้ดำเนินการหลังการก่อสร้าง โครงการ Chaffee Corners คาดจะสร้างกำไรปีละ 100 ล้านบาทหรือ 2-3% ของ bottom line ของ Banpu อย่างไรก็ดี ในส่วนของ cash flow ผู้บริหารคาดว่าโครงการดังกล่าวจะสร้าง EBITDA ที่ปีละ 1.1 ล้านเหรียญสหรัฐ ให้แก่ Banpu หากรวมค่าธรรมเนียมในการบริการกองทุนและอัตราภาษีที่สูงที่ 40% ด้าน net cash flow ที่ BANPU จะได้รับจะอยู่ที่ประมาณ 5 ล้านเหรียญสหรัฐ/ปี
- **Upside สูงจากโครงการ Chaffee Corner** BANPU คาดว่าบริเวณตรงกลางของโครงการจะสร้าง upside อย่างมากเนื่องจากไม่มีหลุมเจาะประเมินเลย ทั้งนี้ที่ Talisman ดำเนินการเจาะในบริเวณดังกล่าวจะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตในโครงการขึ้นซึ่งทาง BANPU จะได้ประโยชน์ไปด้วย
- **เตรียมเข้าซื้อหุ้นอีก 5.2% ใน Chaffee Corners** Banpu อาจซื้อหุ้นอีก 5.2% ในโครงการ Chaffee Corners จาก Abarta Energy เนื่องจากเป็น passive investor โดยคาดต้นทุนในการซื้อหุ้นน่าจะใกล้เคียงกับเงินที่จ่ายให้กับ Range Resources และคาดดีลจะเสร็จสมบูรณ์ในปีนี้
- **ตั้งงบประมาณอีก 200 ล้านเหรียญสหรัฐ สำหรับกองทุน BKV O&G ในปี 59-63** Banpu ตั้งงบประมาณอีก 500 ล้านเหรียญสหรัฐ สำหรับแผนการลงทุนระยะเวลา 5 ปี โดยกองทุนอยู่ระหว่างการศึกษาดีลที่มีความเป็นไปได้มากขึ้น (ซึ่งอยู่ในรัฐเพนซิลวาเนีย)

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิมและยังไม่รวมกำไรจากการเข้าซื้อกิจการล่าสุด ในประมาณการของเราจนกว่าเราจะเห็นกำไรรายไตรมาสที่เกิดขึ้นครั้งแรก

คำแนะนำ

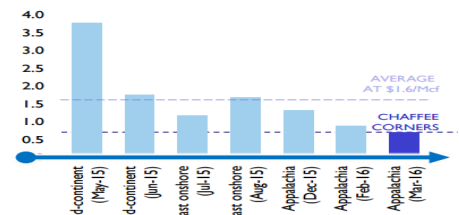
- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.00 บาท (fully diluted ที่ 13.80 บาท)** อิงด้วยวิธี DCF เราให้มูลค่าธุรกิจถ่านหินของ BANPU อิงด้วย PE ที่ 8 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดในค่าเฉลี่ยรอบ 5 ปีและใกล้เคียงกับของคู่แข่งรายอื่นในภูมิภาคที่ซื้อขายด้วย PE ที่ 8.5 เท่า ขณะที่เรายังใช้วิธี DCF ในการคำนวณมูลค่าของธุรกิจโรงไฟฟ้า

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การนำ Banpu Power เข้าซื้อขายใน SET ในช่วง 2H59 หรือต้นปี 60 ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขของตลาด

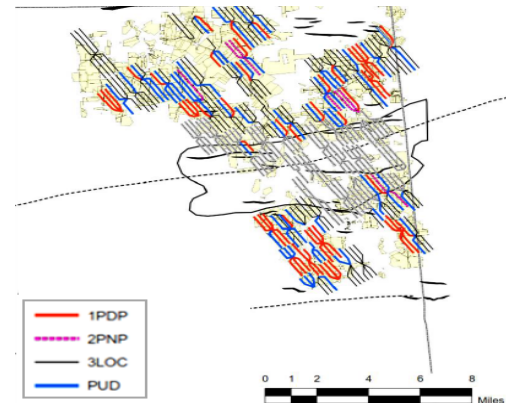
ACQUISITION PRICE /PROVED RESERVES

Unit: \$/Mcf



Source: HIS

CHAFFEE CORNERS PROJECT



Source: BANPU

SOTP VALUATION

Unit	Shareholding (%)	Value		Valuation Method
		(Btm)	(Bt/sh)	
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				
- 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	
Equity value		54,350	20.0	

Source: UOB Kay Hian

BREAKDOWN

Equity MW to BANPU	%holding	2016F	2017F
BCLP	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			
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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นสิ่งที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน