

บมจ. บ้านปู (BANPU)

คาดการณ์หุ้นถูกกดดันจาก stock outperformance ในช่วงที่ผ่านมาและคาดการณ์

ประกอบการอ่อนแอในไตรมาส 1/59 แต่ยังมีปัจจัยหนุนในระยะยาว

ราคาหุ้น Banpu อาจถูกกดดันจากผลการประกอบการที่คาดว่าจะออกมาไม่ผิดหวังในไตรมาส 1/59 และราคาหุ้นที่ outperform ในช่วงที่ผ่านมา เราปรับลดประมาณการกำไรหลักลง 43.6% ในปี 59 และ 18.7% ในปี 60 จากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงไฟฟ้าหงสาและผลขาดทุนที่นอกเหนือจากที่คาดการณ์ไว้จากธุรกิจถ่านหินในประเทศจีน การนำ BANPU Power เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และดีล M&A ของ shale gas ในช่วง 2H59 น่าจะช่วยหนุนราคาหุ้นให้สูงขึ้น คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 15.30 บาท เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์ผลขาดทุนอีกครั้งในไตรมาส 1/59 จาก unrealized forex loss** เราคาดว่า Banpu จะรายงานผลขาดทุนที่ 282 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 ระบุผลขาดทุนที่ 1,470 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 ระบุกำไรที่ 69 ล้านบาท) จาก unrealized forex loss ที่นอกเหนือจากที่คาดการณ์ไว้ที่ 300 ล้านบาท หากไม่รวม forex loss ด้านกำไรหลักจะอยู่ที่เพียงแค่ 18 ล้านบาท ลดลง 97.6% yoy และ 86.8% qoq จากธุรกิจถ่านหินและโรงไฟฟ้าที่อ่อนแอ ทั้งนี้ เราคาดว่าจะไม่มี non-recurring items รายการอื่นๆ เกิดขึ้นในไตรมาส 1/59

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์ประกอบการของธุรกิจถ่านหินอ่อนตัวลง** เราคาดว่ายอดขายถ่านหินในอินโดนีเซียของ Banpu จะปรับตัวลดลง 6.8% qoq อยู่ที่ 6.8 ล้านตันในไตรมาส 1/59 ขณะที่ราคาขายเฉลี่ยถ่านหินจะอ่อนตัวลง 11.9% qoq อยู่ที่ 49 เหรียญสหรัฐ/ตัน ซึ่งจะหักล้างปัจจัยบวกบางส่วนที่เกิดจากต้นทุนการผลิตถ่านหินที่ลดลงจากราคาดีเซลที่ต่ำลง เราคาดว่ายอดขายถ่านหินในออสเตรเลียจะเพิ่มขึ้น 28.6% qoq อยู่ที่ 3.7 ล้านตัน ในไตรมาส 1/59 เนื่องจาก BANPU ไม่ได้ย้ายอุปกรณ์เหมือง longwall ที่เหมือง Mandalong ขณะที่ราคาขายเฉลี่ยจะคงที่ qoq อยู่ที่ 66 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน เราคาดว่า equity income จากธุรกิจถ่านหินในจีนจะรับรู้ผลขาดทุนลดลงอยู่ที่ 2.5 ล้านเหรียญสหรัฐ (ไตรมาส 4/58 ระบุผลขาดทุนที่ 8.6 ล้านเหรียญสหรัฐ)
- **....และธุรกิจโรงไฟฟ้า** สำหรับไตรมาส 1/59 เราคาดว่าธุรกิจโรงไฟฟ้าจะรับรู้กำไรที่ 28 ล้านเหรียญสหรัฐ เนื่องจากคาดว่าโรงไฟฟ้าหงสาจะรับรู้กำไรที่ 4 ล้านเหรียญสหรัฐ (ไตรมาส 4/58 ระบุกำไรที่ 10 ล้านเหรียญสหรัฐ) จากการปิดซ่อมบำรุงนอกเหนือจากแผนในหน่วยที่ 1 จากโรงไฟฟ้าทั้งหมด 3 หน่วย ขณะที่กำลังการผลิตของ BCLP ดำเนินการอย่างราบรื่นและคาดว่าจะสร้างกำไรที่ 15 ล้านเหรียญสหรัฐ เพิ่มขึ้น 25% qoq (ไตรมาส 4/58 ระบุกำไรที่ 12 ล้านเหรียญสหรัฐ) เราคาดว่ากำไรจากโรงไฟฟ้าในประเทศจีนจะลดลงเล็กน้อย qoq อยู่ที่ 9 ล้านเหรียญสหรัฐ (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 11 ล้านเหรียญสหรัฐ)
- **ปรับลดเป้าหมายยอดขายถ่านหินของเหมืองในอินโดนีเซียในปี 59 ลง** ผู้บริหารคาดว่าจะยอดขายถ่านหินในอินโดนีเซียจะลดลง 4% yoy อยู่ที่ 27 ล้านตันในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 28.5 ล้านตัน) ด้วยสาเหตุหลักจากการปิดเหมือง Kitadin Embalut เราคาดว่ายอดขายถ่านหินในออสเตรเลียของ Banpu จะยังคงที่ yoy อยู่ที่ 13 ล้านตัน

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	102,122	84,650	75,318	74,151	73,512
EBITDA	15,377	12,871	13,199	13,728	13,749
Operating profit	8,211	6,426	6,670	6,933	6,887
Net profit (rep./act.)	2,696	(1,534)	1,610	2,728	2,710
Net profit (adj.)	3,469	1,709	1,910	2,728	2,710
EPS (Bt)	0.7	0.3	0.4	0.5	0.5
PE (x)	18.5	37.5	33.5	23.5	23.6
P/B (x)	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	11.3	13.5	13.1	12.6	12.6
Dividend yield (%)	4.8	4.0	4.0	4.0	4.0
Net margin (%)	2.6	(1.8)	2.1	3.7	3.7
Net debt/(cash) to equity (%)	121.5	130.8	126.2	126.6	130.9
Interest cover (x)	4.2	3.3	3.2	3.6	3.5
ROE (%)	3.3	(1.9)	1.7	2.9	2.9
Consensus net profit	-	-	1,789	3,327	4,041
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.07	0.82	0.67

Source: Banpu, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคอี เอช (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	12.40 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	15.30 บาท
Upside	+23.4%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	13.80 บาท

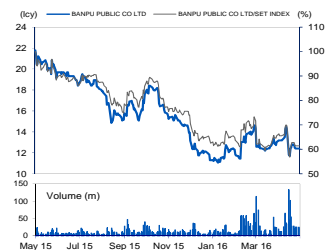
รายละเอียดบริษัท

ผู้ผลิตถ่านหินระดับภูมิภาค โดยสี่เหมืองถ่านหินอยู่ใน 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):	3,872.8			
Market cap (Btm):	49,572.1			
Market cap (US\$m):	1,418.8			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	13.3			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt22.16/Bt11.06			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
3.0	0.5	23.2	41.8	5.6
Major Shareholders				
%				
Vongkulsolkij family	17.0			
NVDR	16.0			
State Street Bank Europe Ltd.	6.7			
FY16 NAV/Share (Bt)	19.42			
FY16 Net Debt/Share (Bt)	21.22			

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงศ์

02-659-8301

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

1Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	22,509	21,056	19,333	-14.1	-8.2
COGS	14,517	14,600	13,339	-8.1	-8.6
Income tax	864	980	554	-35.9	-43.5
Recurring-Profit	741	133	18	-97.6	-86.8
FX gain/(loss)	-316	-36	-300	-5.1	731.1
Hedging gain/(loss)	-355	-1,574	0	n.a.	n.a.
Net income	69	-1,477	-282	n.a.	-80.9
EPS (Bt)	0.03	-0.54	-0.05	n.a.	-90.4
Gross margin (%)	35.5%	30.7%	31.0%		
EBITDA margin (%)	17.0%	17.6%	22.4%		
Net margin (%)	0.3%	-7.0%	-1.5%		

Source: Banpu, UOB Kay Hian

- คาดการณ์ราคาหุ้นยังอ่อนแอในปี 59** Banpu คาดว่าราคาขายเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของประเทศไทยอินโดนีเซียจะลดลงอยู่ที่ 47 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 58.4 เหรียญสหรัฐ) ตามราคาถ่วงน้ำหนัก benchmark ของ JPU ที่ต่ำลง ปัจจัยหนุนหลักที่จะช่วยทำให้ Banpu อุดรุดจากการที่บริษัทฯ นำโปรแกรมลดต้นทุนมาใช้อย่างต่อเนื่องและต้นทุนการผลิตถ่านหินอินโดนีเซียที่ลดลงอยู่ที่ 42 เหรียญสหรัฐ/ตัน (ปี 58 อยู่ที่ 49 เหรียญสหรัฐ) เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักในออสเตรเลียจะคงที่ yoy อยู่ที่ประมาณ 66 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน ในปี 59 เริ่มตั้งแต่กลางปี 59 ซึ่งจะช่วยให้ Banpu สามารถตั้งราคาถ่านหินอีก 2 ล้านตันที่ขายในประเทศได้ใหม่ (15% ของยอดขายถ่านหินในออสเตรเลีย) ในสัญญาปัจจุบันซึ่งตั้งราคาไว้ที่ 50 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน
- เตรียมนำ Banpu Power เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในเดือน ต.ค.59 อย่างเร็วที่สุด** Banpu กำลังมองหาปัจจัยหนุนการเติบโตของธุรกิจโรงไฟฟ้าโดยการนำบริษัทในเครือได้แก่ Banpu Power เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในเดือน ต.ค.59 อย่างเร็วที่สุดโดยตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตของพอร์ตโรงไฟฟ้าในเอเชียแปซิฟิกขึ้นเป็น 2.4GW ในปี 63 จากที่ 1.7MW ในขณะนี้ (equity capacity) ทั้งนี้ Banpu มีแผนถือหุ้น 79% ใน Banpu Power หลังเปิดขาย IPO

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราปรับลดประมาณการกำไรหลักในปี 59 และ 60 ลง 43.6% อยู่ที่ 1,900 ล้านบาทและ 18.7% อยู่ที่ 2,700 ล้านบาท** ตามลำดับเพื่อสะท้อนผลกระทบที่อ่อนด้อยลงของโรงไฟฟ้าหงสาและผลขาดทุนที่นอกเหนือการคาดการณ์ไว้ของธุรกิจถ่านหินในจีน นอกจากนี้ เรายังรวมเหมืองถ่านหิน Jurong (กำลังการผลิตอยู่ที่ 1.0 ล้านตัน) ในอินโดนีเซียซึ่งปริมาณสำรองจะเริ่มหมดลงตั้งแต่ปี 61 ในประมาณการของเราด้วย

คำแนะนำ

- คงคำแนะนำ ซื้อ** เมื่อวันที่ 14 มี.ค. ที่ผ่านมา เราได้มีมุมมองที่สวนกระแส โดยแนะนำให้นักลงทุนถือหุ้นไว้ เพื่อใช้สิทธิเพิ่มทุนและรับ warrant ฟรี โดยปัจจุบันได้รับผลตอบแทนถึง 36% (รวมมูลค่าของ warrant ด้วย)
- สำหรับกลยุทธ์การลงทุนในระยะยาว** หุ้น Banpu มี 2 ปัจจัยหนุนหลักได้แก่ 1) ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิที่จะซื้อหุ้น IPO ของ Banpu Power ก่อนบุคคลภายนอกที่ 210 ล้านหุ้นหรือ 32% ของจำนวนหุ้นใหม่ที่จะเปิดขายทั้งหมดและ 2) บริษัท มีดีล M&A โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์อีกหลายดีลในจีน และญี่ปุ่น นอกจากนี้ Banpu อาจจะมีการซื้อโครงการ shale gas มากขึ้นในช่วง 2H59 ดังนั้น เราจึง roll over valuation ของเราออกไปเป็นปี 60 ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 15.30 บาท เราให้มูลค่าธุรกิจถ่านหินของ Banpu ด้วย PE ที่ 13 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับ PE เฉลี่ยของบริษัทถ่านหินในภูมิภาคและให้มูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าโดยอิงจากวิธี DCF

EXPECTED RETURN AFTER TAKING UP RIGHTS AND WARRANT ENTITLEMENTS

(Bt)	Before XA	After XA	Current	Return (%)
Share price	18.8	11.7	12.4	6.4
+ BANPU-W3 price			7.4	29.8
				36.3

XA = Excluding all rights (XD, XR and XW)

Source: UOB Kay Hian

CORE PE BAND



Source: Bloomberg, BANPU

1Q16 KEY VALUE DRIVERS

(m tonnes)	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % chg	qoq % chg
Indonesian Sale Volume	7.1	7.3	6.8	-4.2%	-6.8%
Indonesian ASP (US\$/tonne)	60.5	55.6	49.0	-19.0%	-11.9%
Australian Sale Volume	3.7	2.8	3.6	-1.6%	28.6%
Australian ASP (AU\$/tonnes)	66.0	66.2	66.0	0.0%	-0.3%
Total BANPU Sale Volume	10.8	10.0	10.4	-3.3%	4.0%

Source: Banpu, UOB Kay Hian

2017 SOTP VALUATION

Unit	Shareholding (%)	(Btm)	(Bt/sh)	Valuation Method
Coal business				
- Indonesia coal		25,740	5.0	PE 13x
- Australia coal	100%	16,539	3.2	PE 13x
- China coal		1,685	0.3	PE 13x
Power business				
- BLCP (Thailand)	50%	36,708	7.1	DCF
- Hongsa (Laos)	40%	53,061	10.3	DCF
- China power	100%	20,395	3.9	DCF
- Shanghai Lugung	30%	21,079	4.1	DCF
(-) Net Debt (BANPU)		(96,006)	-	18.6
Equity value		79,202	15.3	

Source: UOB Kay Hian

2016-17 BREAKDOWN

Equity MW to BANPU	%holding	New		Old	
		2016F	2017F	2016F	2017F
BLCP	50%	717	717	717	717
Luannan	100%	100	100	100	100
Zhengding	100%	73	73	73	73
Zouping	70%	70	70	70	70
Hongsa	40%	689	689	689	689
Total		1,649	1,649	1,649	1,649

Equity tonnes to BANPU (m tonnes)	2016F	2017F	2016F	2017F
Indonesia Coal	27.20	26.40	28.80	27.20
Australia Coal	13.00	13.00	13.00	13.00
China Coal	4.40	4.40	4.40	4.40
Total	44.60	43.80	46.20	44.60

ASP Indo mine	47.12	47.34	48.89	48.89
ASP Australia mine	66.00	66.00	64.00	64.00

Net Profit Breakdown (Btm)	2016F	2017F	2016F	2017F
Power Business	4,934	5,575	5,292	5,436
*Coal Business	- 3,024	- 2,847	- 1,905	- 2,079
Total core profit	1,910	2,728	3,387	3,357

* Including Interest Expense

Source: UOB Kay Hian