



2 July 2009

Thailand
Energy

BANPU PLC (BANPU)

Company Update

Recommendation	BUY
Share price	Bt330
Target price	Bt390
Upside/(Downside)	18.18%
Warrant price	-
52W range high/low	Bt552/Bt140
Foreign limit/ownership	40.0%/40.0%
Foreign premium	N/A
SET index	599.54

Company description

BANPU ทำธุรกิจเหมืองถ่านหินรายใหญ่ในอินโดนีเซีย จีนและไทย โดยมีปริมาณสำรองถ่านหิน 275 ล้านตัน อายุเหมือง 11 ปี และมีโรงไฟฟ้าถ่านหินในไทยและจีนด้วย

Mkt. cap & volume

Issued shares	272m
Par value	Bt10
Warrants	-
Conversion ratio	-
Conversion price	-
Conversion dates	-
Equity market cap	Bt59.8b/US\$1.71b
Avg daily vol 3M	Bt803.9m/US\$22.9m
Exchange rate	Bt34.04/US\$

Stock codes

Reuters	BANP BK
Bloomberg	BANPU TB

Shareholders

บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	14.6%
State Street Bank & Trust	6.2%
Free float (est.)	91.9%

Corporate
Governance



Analyst

Songklod Wongchai
(66 2) 660 5082
songklod.w@finansia.com

กำลังจะกลับมาแข็งแกร่งอีกครั้งหนึ่ง

■ BANPU อยู่ระหว่างการศึกษาการเข้าซื้อกิจการถ่านหินและไฟฟ้า

BANPU เป็นบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรก้าวกระโดดต่อเนื่องจากการเติบโตจากธุรกิจถ่านหินที่ได้รับอนิสงค์จากการปรับขึ้นของราคาถ่านหินในปีที่ผ่านมา ซึ่งเป็นจังหวะที่บริษัทใช้กลยุทธ์ในการทำสัญญาซื้อขายระยะยาวในราคาที่สูงและทำ Coal SWAP เป็นป้องกันความเสี่ยงจากการปรับลงของราคาถ่านหิน รวมทั้งการเติบโตจากการเข้าซื้อกิจการทั้งโรงไฟฟ้าและเหมืองถ่านหินในจีน ด้วยความที่เป็นบริษัทที่มีศักยภาพสูงในดำเนินธุรกิจเหมืองถ่านหินและโรงไฟฟ้า และยังมีฐานะทางการเงินเข้มแข็งด้วยอัตราหนี้สินต่อทุนสุทธิต่ำเพียง 0.29 เท่า ปัจจุบันอยู่ระหว่างการศึกษารูปแบบการเข้าซื้อกิจการธุรกิจพลังงานในอินโดนีเซียและจีนเพิ่มเติมเพื่อรักษาการเติบโตของกำไรในอนาคตด้วยงบลงทุนกว่า 7 พันลพ. ในปี 09

■ ปรบยอดขายถ่านหินเพิ่ม รับเศรษฐกิจฟื้นตัวและเงินกลายเป็นนำเข้า

เนื่องจากสำนักวิจัยเศรษฐกิจหลายแห่งคาดว่าภาวะเศรษฐกิจโลกและสหรัฐจะเริ่มฟื้นตัวปลายปี 09 และจะมีอัตราการเติบโตของจีดีพีเป็นบวกซึ่งจะส่งให้ความต้องการใช้ถ่านหินปรับเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ดังนั้นเราปรับเป้าประมาณยอดขายถ่านหินปี 10 เพิ่มขึ้นจาก 18.5 ล้านตันเป็น 21 ล้านตัน ในขณะที่เดียวกันบริษัทก็สามารถรักษาระดับความสามารถในการทำกำไรหรือ Margin ให้อยู่ในระดับสูงได้เนื่องจากต้นทุนการผลิตที่ลดลง ประกอบการประกอบกิจการของบริษัทรวมของเหมืองถ่านหินในจีนมีกำไรเพิ่มขึ้นจาก Margin และปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นกว่าที่คาด นอกจากนี้แนวโน้มการนำเข้าถ่านหินของจีนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยจะเห็นได้จากในช่วง 5 เดือนแรกของปี 09 จีนนำเข้าถ่านหินกว่า 21 ล้านตัน เทียบกับส่งออกสุทธิ 4.5 ล้านตันในช่วงเดียวกันของปีก่อน ซึ่งจะเป็นแรงผลักดันให้ราคาถ่านหินปรับเพิ่มขึ้นในอนาคต ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหินเฉลี่ยปี 10 ปรับจาก 70 USD/ตัน เป็น 80 ซึ่งปัจจุบันราคาถ่านหินล่าสุดอยู่ที่ 71 USD/ตัน ดังนั้นจึงส่งผลให้ประมาณการกำไรปี 10 เพิ่มขึ้น 15% เป็น 10,830 ลพ.

■ ปรับแนะนำเป็น "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ 390 บาท/หุ้น

ผลการปรับสมมติฐานราคาถ่านหินและประมาณการใหม่และเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานระยะยาว ดังนั้นเราจึงเปลี่ยนวิธีประเมินมูลค่าหุ้นจาก PE เป็น DCF ได้ราคาเป้าหมายปี 10 ใหม่เป็น 390 บาท/หุ้น (WACC@ 9.3%) ซึ่งสูงกว่าราคาปัจจุบัน ดังนั้นจึงปรับคำแนะนำจาก "ซื้อถึงกำไร" เป็น "ซื้อ"

Year to Dec	2006	2007	2008	2009F	2010F
Turnover (Btm)	33,378	32,442	50,530	44,518	47,871
Growth (%)	32	-3	56	-12	8
EBITDA (Btm)	7,996	4,544	12,512	10,056	9,887
Growth (%)	-2	-43	175	-20	-2
Recurring profit (Btm)	3,722	5,328	10,557	12,009	10,830
Growth (%)	-34	43	98	14	-10
EPS (Bt)	13.70	19.61	38.85	44.19	39.85
Growth (%)	-34	43	98	14	-10
PE (x)	24.6	17.2	8.7	7.6	8.5
DPS (Bt)	7.50	8.50	12.00	16.50	13.50
Yield (%)	2.2	2.5	3.6	4.9	4.0
BVPS (Bt)	80.7	126.3	149.0	175.5	194.4
P/BV (x)	4.2	2.7	2.3	1.9	1.7



INCOME STATEMENT (Btm)	2006	2007	2008	2009F	2010F
Turnover	33,378	32,442	50,530	44,518	47,871
Cost of sales (COGS)	-17,347	-19,508	-26,289	-23,754	-25,992
Depreciation & amortisation	-3,491	-1,456	-1,821	-2,497	-3,051
Gross profit	12,541	11,478	22,419	18,266	18,827
S&A expenses	-7,294	-8,361	-11,695	-10,684	-11,968
Operating profit	5,247	3,117	10,724	7,582	6,859
Other operating income	-741	-29	-33	-23	-24
EBIT	4,505	3,088	10,691	7,559	6,835
Interest expense	-1,181	-1,307	-1,368	-1,270	-1,150
Interest income	141	123	404	146	146
Other income	712	680	986	2,968	3,452
Pre-tax profit	4,178	2,584	10,712	9,403	9,283
Income tax on company & subsidiaries	-1,122	-1,492	-3,768	-3,291	-3,249
Profit after tax	3,055	1,093	6,944	6,112	6,034
Minority interests	-134	-269	-1,333	-1,415	-1,365
Share of associate net income	801	4,504	4,946	7,312	6,160
Recurring attributable net profit	3,722	5,328	10,557	12,009	10,830
FX & Extraordinary items	-112	1,326	-1,329	358	0
Reported net profit	3,610	6,654	9,228	12,367	10,830
Shares in issue (Y/E, m)	272	272	272	272	272
Shares in issue (weighted avg, m)	272	272	272	272	272
EPS (before extraordinary items, Bt)	13.70	19.61	38.85	44.19	39.85
DPS (Bt)	7.50	8.50	12.00	16.50	13.50
DPS/EPS (%)	56	35	35	36	34
CASHFLOW (Btm)	2006	2007	2008	2009F	2010F
Operating profit	5,247	3,117	10,724	7,582	6,859
Other operating income	-741	-29	-33	-23	-24
EBIT	4,505	3,088	10,691	7,559	6,835
Depreciation & amortisation	3,491	1,456	1,821	2,497	3,051
EBITDA	7,996	4,544	12,512	10,056	9,887
Notional cash taxes on ungeared operations	-1,455	-1,865	-4,118	-3,650	-3,582
Net change in working capital	0	-1,355	723	-3,338	563
CAPEX	-6,233	-2,797	-4,615	-14,258	-13,464
Operating free cashflow (OpFCF)	308	-1,474	4,503	-11,190	-6,596
Net interest income adjusted for tax impact	-706	-810	-614	-765	-671
Net free cashflow (NetFCF)	-399	-2,283	3,889	-11,955	-7,267
Non-operating income (net of tax)	712	680	986	2,968	3,452
Equity income from associates	801	4,504	4,946	7,312	6,160
Investments	-4,303	-0	0	0	0
Net change in other assets/liabilities	43	835	-1,862	-580	-629
Other items	0	0	0	0	0
Residual cashflow (RCF)	-3,147	3,736	7,958	-2,255	1,716
Dividends	-1,970	-2,174	-3,193	-3,669	-4,075
Equity capital raised	0	-0	0	0	0
Other items	-1,340	12,710	-2,862	358	0
Cashflow from financing	-3,311	10,536	-6,055	-3,311	-4,075
Net change in cash	-6,457	14,272	1,903	-5,565	-2,359
Net cash/(debt) at YS	-7,436	-13,894	379	2,282	-3,284
Ending net cash /(debt)	-13,894	379	2,282	-3,284	-5,643
Increase/(decrease) in cash & equivalents	-4,327	8,500	-455	481	713
(Increase)/decrease in debt	-2,994	1,040	-10,553	-1,908	-3,902
NOPLAT (net op profit less adjusted tax)	3,050	1,222	6,573	3,909	3,253
Normalised OpFCF (est maint CAPEX)	5,927	632	8,373	2,237	5,968
FCFE (free cashflow to equity)	-153	2,696	18,511	-347	5,618



BALANCE SHEET (Btm)	2006	2007	2008	2009F	2010F
Cash & equivalents	4,804	13,304	12,850	13,331	14,043
A/C receivable	4,015	3,665	6,350	5,595	6,016
Inventory	1,646	1,851	2,054	1,856	2,031
Others	1,936	4,192	6,118	6,730	7,403
Total Current Assets	12,401	23,012	27,372	27,511	29,493
Property and equipment	13,445	14,786	17,580	29,341	39,753
Investments & associates	17,349	22,101	36,213	36,213	36,213
Other assets	6,191	5,151	8,197	8,852	9,561
Total Assets	49,386	65,051	89,362	101,917	115,020
Short-term debt	5,602	4,086	11,242	7,995	7,996
A/C payable	363	940	1,519	1,372	1,501
Other current liabilities	6,583	6,763	11,722	13,832	16,322
Total Current Liabilities	12,548	11,789	24,483	23,199	25,819
Long-term debt	13,959	14,435	17,832	22,987	26,888
Other liabilities	535	330	1,513	1,589	1,668
Total Liabilities	27,043	26,554	43,828	47,775	54,375
Share capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Share premium	5,058	5,058	5,058	5,058	5,058
Revaluation/Warrants/Treasury	5,177	13,054	11,996	11,996	11,996
Retained earnings	8,979	13,479	20,715	27,909	33,046
Total ordinary equity	21,931	34,309	40,487	47,681	52,818
Minorities	413	4,188	5,047	6,462	7,827
Total equity & minorities	22,344	38,497	45,534	54,143	60,645
Accumulated depreciation	7,250	7,836	12,219	17,103	21,832
BV per ordinary share (Y/E, Bt)	80.70	126.25	148.99	175.46	194.37
Adjusted book value ps (Y/E, Bt)	80.70	126.25	148.99	175.46	194.37
RATIOS (%)	2006	2007	2008	2009F	2010F
Growth					
Turnover	32.4	(2.8)	55.8	(11.9)	7.5
EBITDA	(2.3)	(43.2)	175.4	(19.6)	(1.7)
EBIT	(16.9)	(31.5)	246.2	(29.3)	(9.6)
Net profit	(35.1)	84.3	38.7	34.0	(12.4)
EPS pre extraordinary items	(34.5)	43.1	98.1	13.8	(9.8)
EPS (diluted)	(34.5)	43.1	98.1	13.8	(9.8)
DPS	(40.0)	13.3	41.2	37.5	(18.2)
Accounting ratios					
Cash profit margin	48.0	39.9	48.0	46.6	45.7
Gross profit margin	37.6	35.4	44.4	41.0	39.3
Operating profit margin	15.7	9.6	21.2	17.0	14.3
Net profit margin	10.8	20.5	18.3	27.8	22.6
Turnover/avg total assets (x)	0.7	0.6	0.7	0.5	0.4
ROA	7.9	9.3	13.7	12.6	10.0
ROE	17.1	18.9	28.2	27.2	21.6
S&A/turnover	21.9	25.8	23.1	24.0	25.0
Effective tax rate	26.9	57.7	35.2	35.0	35.0
Operating performance					
EBITDA margin	24.0	14.0	24.8	22.6	20.7
EBIT margin	13.5	9.5	21.2	17.0	14.3
NOPLAT margin (NOPLAT/Turnover)	9.1	3.8	13.0	8.8	6.8
Asset turnover (Turnover/avg Op assets)	1.9	1.6	2.1	1.5	1.2
ROCE (NOPLAT/avg Op assets)	16.9	5.9	27.9	12.8	8.0
ROCE inc capitalised goodwill	16.9	5.9	27.9	12.8	8.0



Recommendation definitions

Core coverage:

Buy: A Buy recommendation is based on the long-term fundamentals of the stock. Target return, in absolute terms, is generally 10% or more. (For mid- and small-cap stocks, target return is generally more than 15%). Recommendation time horizon is up to 12 months.

T-Buy: A Trading Buy recommendation implies either strong fundamentals, but with a shorter-term threat to the shares on the horizon, or less impressive fundamentals, but combined with shorter-term positive drivers.

Hold: A Hold recommendation is based on the long-term fundamental outlook for the stock and a 12-month time horizon. Expected return will generally be in the range of plus to minus 10%.

Sell: A Sell recommendation is based on the long-term fundamentals of the stock. Target return, in absolute term, is generally more than 10% negative. Recommendation time horizon is up to 12 months.

Non-core coverage:

Positive: A Positive opinion indicates an overall optimistic view about the stock which in some cases may suggest hidden value worth considering in more details. However, given our irregular coverage of the stock, neither an official recommendation nor a target price is included.

Negative: A Negative opinion indicates a cautious outlook on the stock that investors may want to consider. As for a Positive opinion, given our irregular coverage of the stock, neither an official recommendation nor a target price is included.






Note:

At times, the expected returns may fall outside of these rating parameters because of volatility in share prices or trading patterns. Also, it is our inclination not to change recommendations too frequently. Hence, these rating parameters should be interpreted flexibly. Investors' decisions to invest in any particular stock should be made after careful evaluation of the stock's expected performances and associated risks.

Disclaimer

The information and opinions contained in this report have been compiled by Finansa Securities Limited or its affiliates ("Finansa") from sources believed by it to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made by Finansa or any other person as to its accuracy, completeness, currency or correctness. All information, opinions and estimates contained in this report are subject to change without notice and are provided in good faith but without legal responsibility. This report is not an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. Finansa and its affiliates may have an investment, investment banking or other relationship with some or all of the issuers mentioned therein, either for its own account or for the account of its customers. An employee of Finansa may have positions in, or be a director of, a company mentioned in this report. This report is prepared for general circulation and is circulated for general information only. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this report. Neither Finansa nor any of its affiliates, nor any other person, accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or the information contained therein. This report may not be distributed to the public in some countries. The securities and/or investments discussed in this report may not be eligible in some countries. This report may not be reproduced, distributed or published, in whole or in part, by any recipient hereof for any purpose.

Corporate Governance

Corporate Governance Report	
Score Range (%)	Number of Logo
< 50	No logo given
50-59	
60-69	
70-79	
80-89	
90-100	

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Finansa Securities Ltd does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

