

บ้านปู

Energy
(Mining)
Neutral

แนวโน้มถ่านหินที่อ่อนตัวลงชั่วคราว ได้ถูกรับรู้ไปในราคาแล้ว

ประเด็นการลงทุน: อุปสงค์ถ่านหินที่อ่อนตัวลงและระดับสต็อกถ่านหินที่สูงมีแนวโน้มว่าจะยังคงกดดันราคาถ่านหิน และราคาหุ้น BANPU ในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าระดับมูลค่าหุ้นในปัจจุบันได้สะท้อนว่าราคาถ่านหินที่ต่ำกว่าในระดับความเป็นจริง ซึ่งคิดเป็นราคาถ่านหินในระยะยาวที่ 88 เหรียญต่อตัน ต่ำกว่าดัชนีราคาถ่านหินสปอร์ทนิวคาสเซิล 17% และต่ำกว่าประมาณการราคาถ่านหินระยะยาวของเมอร์แกนสแตนเลย์อยู่ 12% เราคาดว่าราคาถ่านหินน่าจะฟื้นตัวภายในกลางปี หนุนโดยการที่ประเทศจีนกลับมาซื้อถ่านหินอีกครั้ง

ราคาถ่านหินปรับตัวลดลง จะมีความเสี่ยงเชิงลบต่อราคาหุ้น BANPU เพิ่มขึ้นหรือไม่? การปรับตัวลดลงของดัชนีราคาถ่านหินสปอร์ทนิวคาสเซิล ได้เพิ่มความกังวลว่าราคาหุ้น BANPU จะปรับตัวลดลงมากกว่านี้ ในความเห็นของเรา การที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 12% จากจุดสูงสุดในเดือน ก.พ. และการปรับตัวลดลงต่ำกว่าราคาถ่านหินในนิวคาสเซิลและในตลาดภูมิภาคบ่งชี้ว่าความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงไปกว่านี้นั้นค่อนข้างจำกัด เราคาดว่าราคาถ่านหินจะฟื้นตัวในช่วงปลายเดือน พ.ค. หรือต้นเดือน มิ.ย. การลดระดับสต็อกสินค้าของจีนน่าจะจบลง และจีนจะกลับมาซื้อถ่านหินใหม่อีกครั้ง

ราคาถ่านหินอาจปรับตัวลดลงเล็กน้อยแต่ไม่คาดว่า จะปรับตัวลดลงอย่างมาก: ราคาถ่านหินในประเทศจีนยังคงแข็งแกร่ง ซึ่งหมายความว่า การนำเข้าถ่านหินจะถูกกว่า นอกจากนี้เราเชื่อว่าผู้ผลิตถ่านหินยังได้รับแรงกดดันจากทั้งในเรื่องของต้นทุนราคาน้ำมันที่สูงและการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐเกี่ยวกับธุรกิจถ่านหิน ทั้งในประเทศออสเตรเลีย, อินโดนีเซีย และจีน) จะทำให้ราคาถ่านหินยังทรงตัวสูง

จีนจะกลับมาซื้อถ่านหินในไม่ช้า: แม้ว่าระดับสต็อกถ่านหินเรอร์มัลในจีนยังอยู่ระดับสูง อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าความต้องการในจีนจะเพิ่มขึ้น สต็อกถ่านหินในจีนเริ่มปรับตัวลดลงในช่วงสองสัปดาห์ที่ผ่านมา ข้อมูลสต็อกถ่านหินในอดีตของจีนบ่งชี้ว่ารอบระดับสต็อกรอบหนึ่งใช้เวลาประมาณ 5-8 สัปดาห์ ดังนั้นการกลับมาซื้อสินค้าเข้าสต็อกล็อตใหม่ น่าจะเกิดขึ้นในช่วงเดือน มิ.ย. ซึ่งจะหนุนดัชนีราคาถ่านหินสปอร์ทนิวคาสเซิลให้เพิ่มขึ้น

การนำเข้าถ่านหินยังคงอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น: การปรับลดเป้าหมายการเติบโตของจีดีพีของรัฐบาลจีนได้เพิ่มความกังวลต่อความต้องการบริโภคและนำเข้าถ่านหิน

BUALUANG RESEARCH

ธนัทเทพ จันทร์กานต์
thanatthep.c@bualuang.co.th
+662 618 1340

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 770.00 บาท
ราคา (19/03/12): 602.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt163.59bn		
12-mth price range	Bt491.75/Bt788.39		
3-mth avg daily volume	Bt1,083.19m		
# of shares (m)	271.7		
Est. free float (%)	83.6		
Foreign limit (%)	40.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(16.0)	(5.6)	(35.9)
Absolute	(10.7)	9.5	(19.3)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	112,404	92,307	87,011	83,058
Net profit (Btm)	20,060	14,715	17,469	17,113
EPS (Bt)	73.82	54.15	64.28	62.98
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.92	0.98	0.89
EPS growth (%)	-18.9%	-26.6%	+18.7%	-2.0%
Core profit (Btm)	10,618	14,715	17,469	17,112
Core EPS (Bt)	39.07	54.15	64.28	62.97
Core EPS growth (%)	+9.4%	+38.6%	+18.7%	-2.0%
PER (x)	8.2	11.1	9.4	9.6
Core PER (x)	15.4	11.1	9.4	9.6
EV/EBITDA (x)	7.9	7.3	6.8	6.3
PBV (x)	1.8	1.7	1.5	1.3
Dividend (Bt)	21.00	16.25	19.29	18.89
Dividend yield (%)	3.5	2.7	3.2	3.1
ROE (%)	29.3	18.4	19.2	16.6
Net gearing (x)	0.7	0.5	0.2	0.0

CG Rating - 2011

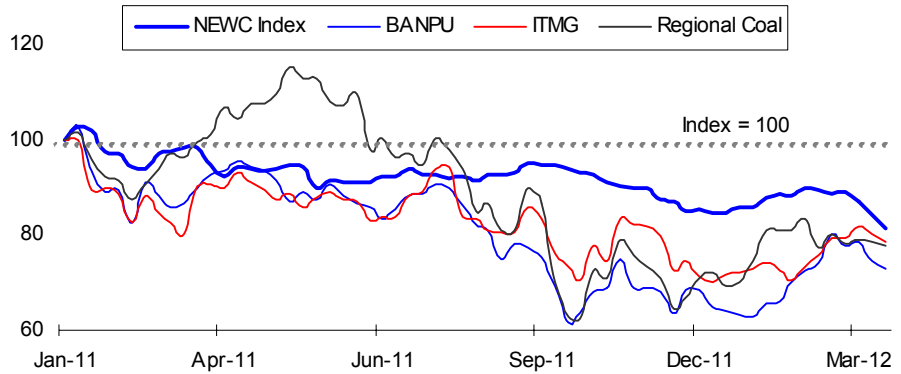


Company profile

BANPU is a leading coal-based energy player in the Asia-Pacific with operations in Thailand, Indonesia, China and Australia. It has also diversified into power project development in Thailand. At YE11 it had total proved reserves of 695m tonnes and sold 45.9m tonnes last year. In the power business, BANPU owns and operates a 1,434MW coal-fired IPP in Thailand and three coal-fired Combined Heat and Power (CHP) plants in China with a total power capacity of 248MW and steam capacity of 808tph. The firm also has a 40% stake in the 1,800MW lignite-fueled Hong Sa project in Laos (commercial start-up is slated for 2015).

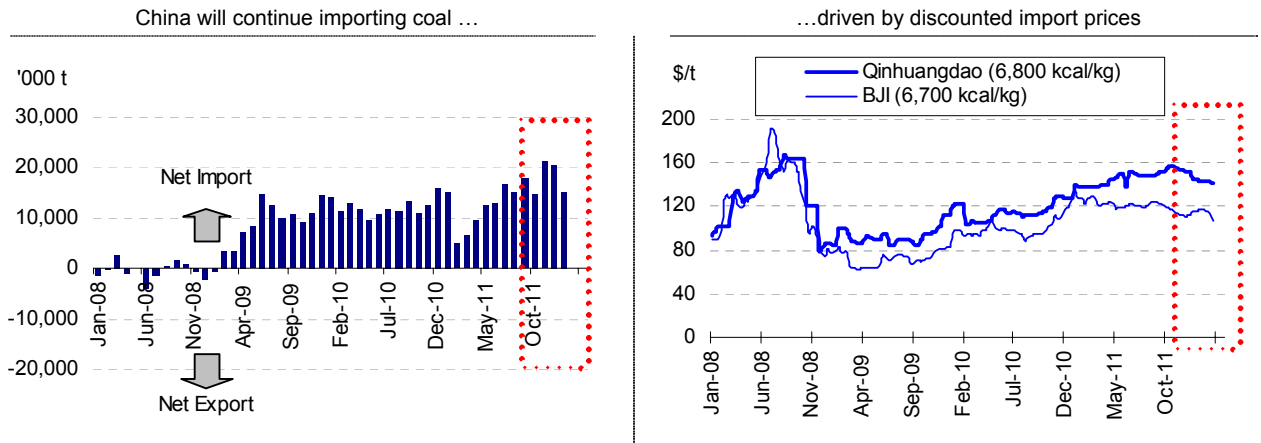
แต่อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าแนวโน้มความต้องการของถ่านหินเธอร์มัลยังคงแข็งแกร่งและจีนจะเพิ่มระดับการนำเข้าสุทธิ ในช่วงทศวรรษที่แล้วการบริโภคถ่านหินของจีนเติบโตด้วยอัตราเฉลี่ย 100 ล้านตันต่อปี เมื่อเทียบกับ 20 ล้านตันต่อปีในช่วงสิบปีก่อนหน้า ในขณะที่ความต้องการในการรวมธุรกิจในอุตสาหกรรมน่าจะกดดันอุปทานในภูมิภาค

Figure 1: BANPU's share price performance vs Newcastle Index and regional coal counters



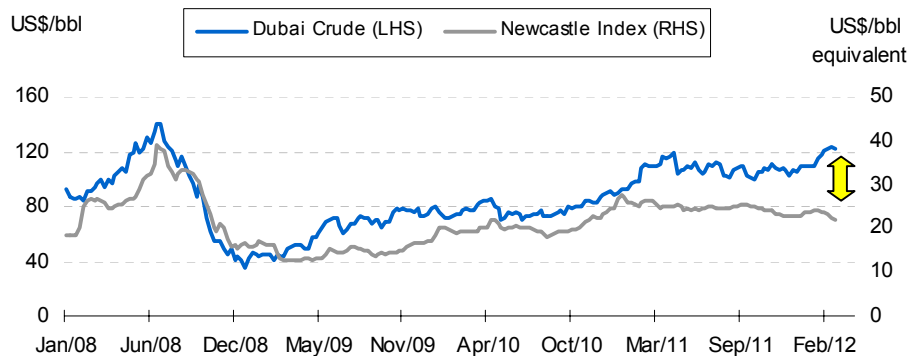
Sources: Bloomberg, Bualuang Research

Figure 2: China will continue importing coal, as the prices of imported equivalent calorific value coal are lower



Sources: Company data, Bloomberg, Bualuang Research

Figure 3: Oil prices are far ahead of coal prices



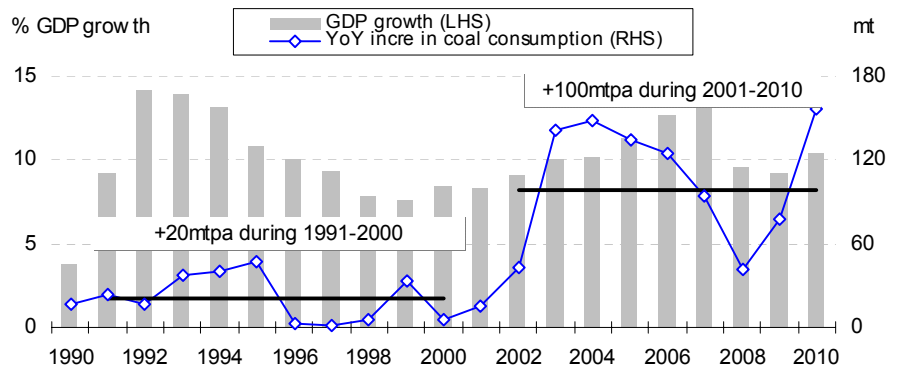
Sources: Bloomberg, Bualuang Research

Figure 4: De-stocking in China is likely to continue for another 5-8 weeks before restocking



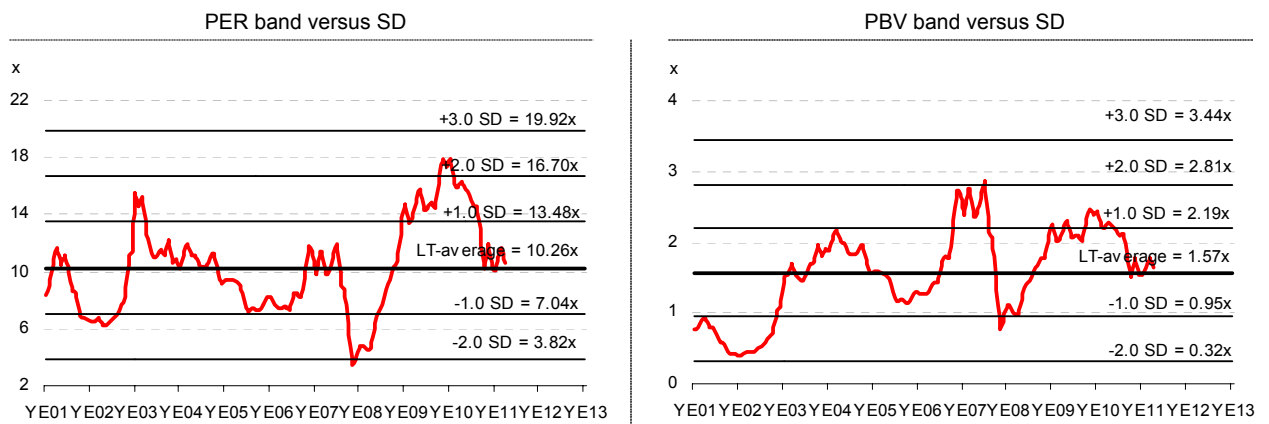
Sources: Morgan Stanley Research, Bualuang Research estimates

Figure 5: Chinese coal consumption has increased during the last decade



Sources: BP Statistical Review, Bloomberg, Bualuang Research

Figure 6: BANPU's PER and PBV versus SD



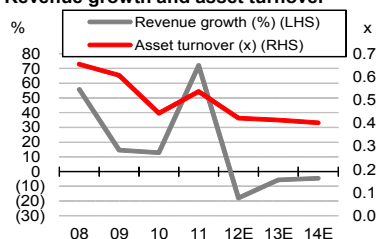
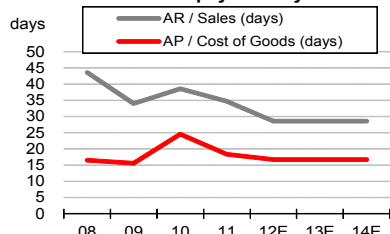
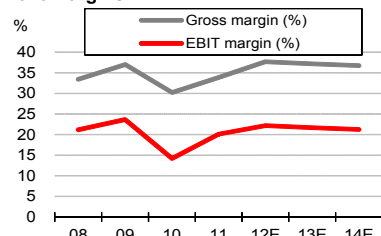
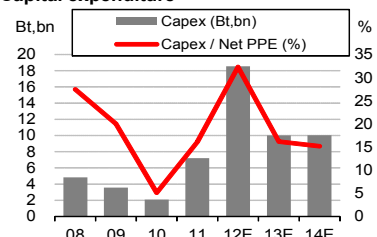
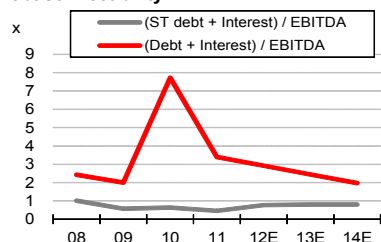
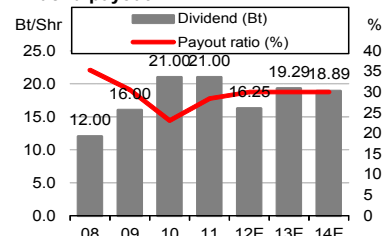
Sources: Bualuang Research estimates, Bloomberg

Figure 7: Sector comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Rio Tinto Ltd	RIO AU	AUD65.85	108,652.64	7.6	7.1	+4.0	+7.1	1.5	1.3	21.6	19.4	2.0	2.2
PT Bumi Resources	BUMI IJ	IDR2,425.00	5,487.53	8.4	6.1	+21.3	+37.9	2.6	1.9	32.7	37.4	4.1	4.1
Shenhua Energy	1088 HK	HKD34.95	83,778.88	13.9	12.5	+9.6	+11.4	2.6	2.3	19.9	19.1	2.8	3.1
Yanzhou Coal Mining	1171 HK	HKD17.20	15,967.95	9.1	8.5	+4.7	+7.1	1.6	1.5	19.4	18.7	3.3	3.5
PT Tambang Batubara Bukit	PTBA IJ	IDR20,550.00	5,120.29	10.9	9.8	+26.7	+11.4	4.4	3.6	42.1	38.3	3.9	4.6
Indo Tambangraya	ITMG IJ	IDR42,150.00	5,114.20	8.3	7.8	+22.7	+5.9	3.9	3.3	53.4	48.6	7.1	8.2
BANPU	BANPU TB	Bt602.00	5,413.73	11.1	9.4	-26.6	+18.7	1.7	1.5	18.4	19.2	2.7	3.2
Simple average				9.9	8.7	+8.9	+14.2	2.6	2.2	29.6	28.7	3.7	4.1

Note: Prices as at 19/03/12

Sources: Company, Bualuang estimates/Research, Reuters

Financial tables
Revenue growth and asset turnover

A/C receivable & A/C payable days

Profit margins

Capital expenditure

Debt serviceability

Dividend payout

PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	65,285	112,404	92,307	87,011	83,058
Cost of sales and services	(45,566)	(74,330)	(57,535)	(54,637)	(52,546)
Gross profit	19,720	38,074	34,772	32,374	30,511
SG&A	(10,428)	(15,477)	(14,308)	(13,487)	(12,874)
EBIT	9,292	22,597	20,464	18,887	17,637
Interest expense	(1,981)	(3,396)	(4,177)	(3,556)	(2,845)
Other income/exp.	1,996	1,322	1,246	1,175	1,121
EBT	9,307	20,523	17,534	16,506	15,913
Corporate tax	(3,733)	(8,506)	(4,383)	(4,127)	(3,978)
After-tax net profit (loss)	5,574	12,017	13,150	12,380	11,935
Minority interest	(1,987)	(5,338)	(4,684)	(4,318)	(4,135)
Equity earnings from affiliates	6,117	1,939	6,249	9,407	9,312
Extra items	15,024	11,442	0	0	1
Net profit (loss)	24,728	20,060	14,715	17,469	17,113
Reported EPS	91.00	73.82	54.15	64.28	62.98
Fully diluted EPS	91.00	73.82	54.15	64.28	62.98
Core net profit	9,704	10,618	14,715	17,469	17,112
Core EPS	35.71	39.07	54.15	64.28	62.97
EBITDA	11,995	28,827	29,086	27,743	26,632

KEY RATIOS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	12.8	72.2	(17.9)	(5.7)	(4.5)
Gross margin (%)	30.2	33.9	37.7	37.2	36.7
EBITDA margin (%)	18.4	25.6	31.5	31.9	32.1
Operating margin (%)	14.2	20.1	22.2	21.7	21.2
Net margin (%)	37.9	17.8	15.9	20.1	20.6
Core profit margin (%)	14.9	9.4	15.9	20.1	20.6
ROA (%)	16.8	9.6	6.7	8.3	8.3
ROCE (%)	20.1	11.7	8.1	9.9	9.9
Asset turnover (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	1.8	1.7	1.4	1.6	1.8
Gearing ratio (x)	1.3	1.1	0.8	0.6	0.4
Interest coverage (x)	4.7	6.7	4.9	5.3	6.2

BALANCE SHEET (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	16,980	29,523	32,333	40,054	46,063
Accounts receivable	6,898	10,699	7,225	6,811	6,501
Inventories	4,118	5,976	3,907	3,710	3,568
PP&E-net	40,431	44,595	57,434	61,709	65,977
Other assets	125,172	134,217	111,979	95,764	82,834
Total assets	193,598	225,010	212,878	208,048	204,943
Accounts payable	3,068	3,736	2,633	2,500	2,405
ST debts & current portion	5,670	9,830	18,463	18,463	18,463
Long-term debt	84,959	84,982	62,359	45,545	31,338
Other liabilities	30,189	37,807	32,375	31,438	30,762
Total liabilities	123,885	136,355	115,831	97,946	82,969
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Share premium	5,058	5,058	5,058	5,058	5,058
Retained earnings	53,201	68,115	76,507	89,561	101,434
Shareholders equity	60,977	75,891	84,282	97,337	109,210
Minority interests	8,737	12,765	12,765	12,765	12,765
Total Liab.&Shareholders' equity	193,598	225,010	212,878	208,048	204,943

CASH FLOW (Btm)

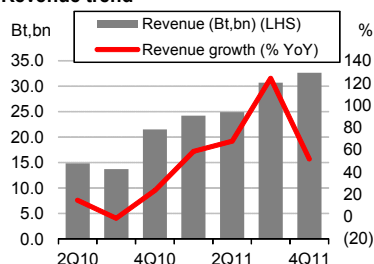
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	30,448	33,904	14,715	17,469	17,113
Depreciation and amortization	2,703	6,230	8,622	8,855	8,995
Change in working capital	(2,818)	(10,963)	1,946	315	257
FX, non-cash adjustment & others	(22,011)	(7,843)	(3,525)	(3,120)	(3,240)
Cash flows from operating activities	8,323	21,328	21,758	23,519	23,125
Capex (Invest)/Divest	(2,081)	(7,192)	(18,553)	(10,010)	(10,022)
Others	(47,533)	5,775	19,301	15,441	12,353
Cash flows from investing activities	(49,614)	(1,418)	748	5,431	2,330
Debt financing (repayment)	48,591	448	(13,989)	(16,815)	(14,206)
Equity financing	100	0	0	0	0
Dividend payment	(5,659)	(8,181)	(5,707)	(4,415)	(5,241)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	43,032	(7,733)	(19,696)	(21,229)	(19,447)
Net change in cash	1,741	12,177	2,811	7,721	6,009
Free cash flow (Btm)	6,241	14,135	3,205	13,509	13,103
FCF per share (Bt)	22.97	52.02	11.79	49.71	48.22

Key assumptions

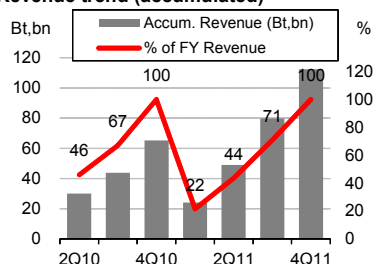
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Bt/US\$ - average	32.00	31.84	31.40	29.80	29.80
BJI (US\$/t)	95.00	130.00	119.00	120.00	105.00
Indonesian ASP (US\$/t)	74.76	96.80	106.06	100.97	0.00
CEY ASP (US\$/t)	63.30	70.20	68.62	77.57	72.63
Indonesian tonnage sales (mt)	22.32	24.00	26.00	27.00	0.00
CEY tonnage sales (mt)	13.80	15.00	16.00	16.50	18.10

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

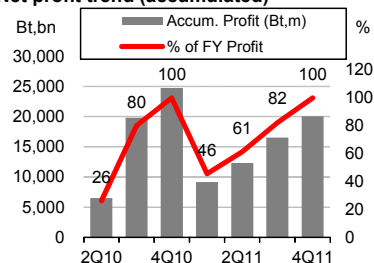
Revenue trend



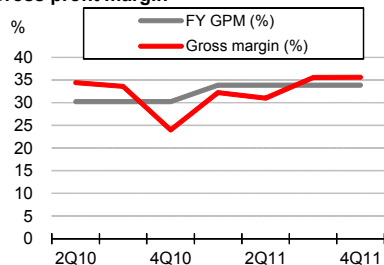
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	21,507	24,178	24,888	30,685	32,653
Cost of sales and services	(16,343)	(16,374)	(17,163)	(19,775)	(21,019)
Gross profit	5,164	7,804	7,725	10,910	11,634
SG&A	(3,478)	(3,648)	(3,205)	(3,506)	(5,119)
EBIT	1,686	4,157	4,520	7,405	6,515
Interest expense	(846)	(771)	(852)	(842)	(931)
Other income/exp.	841	171	291	291	569
EBT	1,681	3,557	3,959	6,854	6,153
Corporate tax	(754)	(3,187)	(1,216)	(2,205)	(1,897)
After-tax net profit (loss)	927	370	2,743	4,649	4,256
Minority interest	(467)	(810)	(1,180)	(1,656)	(1,691)
Equity earnings from affiliates	522	503	800	843	(207)
Extra items	3,940	9,101	799	372	1,171
Net profit (loss)	4,923	9,163	3,161	4,208	3,528
Reported EPS	18.12	33.72	11.63	15.48	12.98
Fully diluted EPS	18.12	33.72	11.63	15.48	12.98
Core net profit	983	62	2,362	3,836	2,358
Core EPS	4.54	7.59	8.69	14.12	8.68
EBITDA	2,910	5,602	6,207	8,781	8,237

KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	24.0	32.3	31.0	35.6	35.6
EBITDA margin (%)	13.5	23.2	24.9	28.6	25.2
Operating margin (%)	7.8	17.2	18.2	24.1	20.0
Net margin (%)	22.9	37.9	12.7	13.7	10.8
Core profit margin (%)	5.7	8.5	9.5	12.5	7.2
BV (Bt)	256.54	281.77	296.76	296.65	326.24
ROE (%)	32.0	56.9	18.3	23.9	19.3
ROA (%)	10.4	18.6	6.2	8.2	6.6
Current ratio (x)	1.8	1.6	2.3	2.1	1.7
Gearing ratio (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
Interest coverage (x)	2.0	5.4	5.3	8.8	7.0

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	16,980	15,153	30,185	31,167	29,523
Accounts receivable	6,898	8,118	9,821	10,852	10,699
Inventory	4,118	3,084	4,597	5,314	5,976
PP&E-net	40,431	40,593	42,214	41,127	44,595
Other assets	125,172	133,253	118,988	116,803	134,217
Total assets	193,598	200,202	205,806	205,262	225,010
Accounts payable	3,068	2,276	3,817	1,892	3,736
ST debts & current portion	5,670	20,115	5,470	5,440	9,830
Long-term debt	84,959	70,224	83,958	81,096	84,982
Other liabilities	30,189	31,017	31,916	36,219	37,807
Total liabilities	123,885	123,632	125,162	124,648	136,355
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Share premium	5,058	5,058	5,058	5,058	5,058
Retained earnings	53,201	59,976	62,733	62,521	68,115
Shareholders equity	60,977	67,752	70,508	70,297	75,891
Minority interests	8,737	8,817	10,136	10,317	12,765
Total Liab.&Shareholders' equity	193,598	200,202	205,806	205,262	225,010

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

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 base 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. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.