

Banpu Power

(BPP.BK/BPP TB)*

Neutral · Downgraded

Price as of 8 Feb 2023	17.20
12M target price (Bt/shr)	17.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	(1.2)

Key messages

เราคาดว่า BPP จะมีผลขาดทุนสุทธิ 70 ลบ. (จากกำไรสุทธิ 2.3 พันลบ. ใน 3Q65) เนื่องจากมีผลขาดทุนก้อนใหญ่จาก FX, มีกำไรจากอนุพันธ์ลดลง, และผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในบางโครงการ เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ขยับขึ้นมาตั้งแต่ที่เราปรับเพิ่มคำแนะนำเมื่อวันที่ 10 สิงหาคม 2565 สะท้อนการฟื้นตัวของผลประกอบการโครงการหลัก ๆ ในปี 2565-2566F ไปเรียบร้อยแล้ว ในขณะที่มีโครงการที่ยังอยู่ใน pipeline ในระยะต่อไปเพียงไม่กี่โครงการเท่านั้น เรายังมองว่า risk/reward ของราคาหุ้นในปัจจุบันไม่น่าสนใจ นอกจากนี้ท่ามกลางกระแส ESG ในปัจจุบัน เราคิดว่านักลงทุนมีแนวโน้มจะเปลี่ยนไปลงทุนในหุ้นอื่นแทนในระยะยาว ดังนั้นเราจึงปรับลดคำแนะนำ BPP จากซื้อเป็นถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 17 บาท

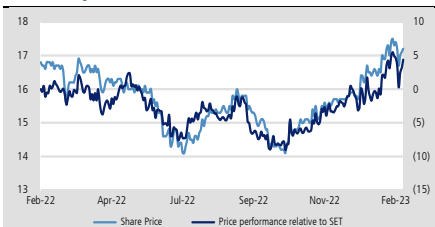
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	52.4/1.7		
Outstanding shares (mn)	3,048		
Foreign ownership (mn)	88		
3M avg. daily trading (mn)	1		
52-week trading range (Bt)	14.10-17.50		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	14.7	12.4	2.4
Relative	11.1	9.1	4.4

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.32	0.22	0.28	0.39
2021	0.34	0.37	0.20	0.12
2022	0.96	0.22	0.76	

Share price chart



Source: SET

Wetid Tangjindakun
66.2658.8888 Ext. 8855
wetidt@kgi.co.th

ถึงเวลาตัดใจ; D/G ลงมาเป็นถือ

Event

ปรับลดคำแนะนำและประมาณการ 4Q65F

Impact

ประมาณการ 4Q65F – แย่สุดในรอบ 3 ปีเพราะขาดทุนจาก FX และปัจจัยฤดูกาล

BPP จะส่งงบ 23 ก.พ. โดยเราคาดว่าจะขาดทุนสุทธิ 70 ลบ. (จากกำไรสุทธิ 2.3 พันลบ. ใน 3Q65) เนื่องจากมีผลขาดทุนก้อนใหญ่จาก FX, กำไรอนุพันธ์ลดลง, และโรงไฟฟ้าอ่อนแอบางโครงการ เราคาดว่ากำไรหลักจะอยู่ที่ 341 ลบ. (-73% QoQ, +100% YoY) โดยกำไรที่ลดลง QoQ เป็นเพราะ i) SG&A สูงสุดตามฤดูกาลและการขยายธุรกิจ ii) Temple I แย่ลงตามฤดูกาล iii) ปิดโรงไฟฟ้าทางสามตามแผน iv) BLCP อ่อนแอลง ทั้งนี้แม้ว่าจะเป็น high season แต่ CHP อาจยังมีผลขาดทุนอยู่เพราะอุปสงค์ซบเซาและราคาถ่านหินคิดตัวขึ้น เราคาดว่า SLG น่าจะพลิกเป็นกำไรเป็นครั้งแรกจากอัตราเดินเครื่องที่ดีขึ้น ขณะที่ Banpu NEXT ก็น่าจะพลิกมาเป็นกำไรเช่นกันจากเงินบาทแข็งค่าขึ้นและธุรกิจค้าพลังงานขาดทุนลดลง ทั้งนี้ เมื่อรวมผลประกอบการ 4Q65F แล้ว เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจหลักในปี 2565F จะอยู่ที่ 2.8 พันลบ. (+13% YoY) ต่ำกว่าเราและตลาดคาด 13% / 26%

ประมาณการ 1Q66F – คาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นตามฤดูกาลทั้ง QoQ และ YoY

เราคาดว่ากำไรหลักใน 1Q66 จะเพิ่มขึ้น เพราะมีปัจจัยกระตุ้น 5 ปัจจัย i) margin CHPs เพิ่มขึ้นจากฤดูหนาวและราคาถ่านหินลดลง (~RMB1,100QTD/ton vs. (~RMB1,350/ton ใน 4Q65) ii) Temple I แข็งแกร่งขึ้นตามฤดูกาล iii) โครงการทางสามกลับมาเปิดดำเนินการ iv) โมเมนต์ดีของ SLG แข็งแกร่งขึ้นต่อเนื่องจากอัตราเดินเครื่องที่สูงขึ้น และ v) ค่าใช้จ่าย SG&A ลดลงตามฤดูกาล อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่ากำไรสุทธิจะคิดตัวขึ้นแรงแค่ไหนขึ้นอยู่กับระดับการแข็งค่าของเงินบาทตอนสิ้นงวด 1Q66

จะเกิดอะไรขึ้นในปี 2566F...?

เราคาดว่ากำไรหลักในปี 2566F จะเพิ่มขึ้น YoY จากฟื้นตัวของจีน และราคาถ่านหินที่ลดลงทำ CHPs และ SLG แข็งแกร่งขึ้น ทั้งนี้ CHPs กำลังเจรจากับภาครัฐเพื่อทำสัญญาถ่านหินระยะยาวเหมือนกับ SLG โดยเสนอส่วนลด 30-40% จากราคาในปัจจุบัน นอกจากนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ Temple I อาจจะแย่ลงจากความน่าจะเป็นที่เศรษฐกิจสหรัฐจะถดถอย และราคา LNG ลดลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่า Nakoso (73MWe) จะทำ overhaul รอบใหญ่ตลอดปี 2566 ทั้งนี้ จากเป้าของ BPP ที่ 5.3GWh (จาก 3.3GWh ในปัจจุบัน) อาจจะตีความได้ว่าจะมีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มขึ้นปีละ 600-700MWe

Valuation & Action

เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ขยับขึ้นมาตั้งแต่เราเพิ่มคำแนะนำเมื่อ 10 ส.ค. 65 สะท้อนการฟื้นตัวของกำไรในปี 2565-66F จากโครงการหลัก ๆ ในปี 2565-2566F ไปเรียบร้อยแล้ว ในขณะที่มีโครงการที่อยู่ใน pipeline มีเหลือไม่มาก เรายังมองว่า risk/reward ของราคาหุ้นปัจจุบันไม่น่าสนใจเพราะไม่เหลือ upside ต่อราคาเป้าหมายแล้ว นอกจากนี้ด้วยกระแส ESG ที่เพิ่มขึ้น เราคิดว่านักลงทุนมีแนวโน้มจะเปลี่ยนไปลงทุนหุ้นอื่นแทนในระยะยาว ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำ BPP จากซื้อ เป็นถือ ด้วยราคาเป้าหมาย 17 บาท เรายังมองว่า Upside จะมาจากกรณีที่อุปสงค์การใช้ไฟฟ้าสูงเกินคาด และราคาถ่านหินต่ำกว่าที่คาดไว้

Risks

การปิดโรงงานนอกแผน, ปัญหา cost overrun, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22F	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	5,506	6,784	17,739	17,445	16,840
Net Profit (Btmn)	3,702	3,127	5,372	3,709	3,822
Normalized Profit (Btmn)	3,717	2,492	3,260	3,709	3,822
Net Profit Growth (%)	24.7	(15.5)	71.8	(31.0)	3.0
Normalized Profit Growth (%)	5.5	(32.9)	30.8	13.8	3.0
EPS (Bt)	1.20	1.01	1.74	1.20	1.23
DPS (Bt)	0.65	0.65	0.70	0.70	0.70
P/E (X)	12.6	17.0	9.9	14.4	13.9
P/B (X)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (X)	15.5	21.9	12.6	15.7	15.2
Dividend Yield (%)	4.3	3.8	4.1	4.1	4.1
Return on Average Equity (%)	8.8	6.3	10.2	6.9	6.9

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: BPP's 4Q22F earnings preview

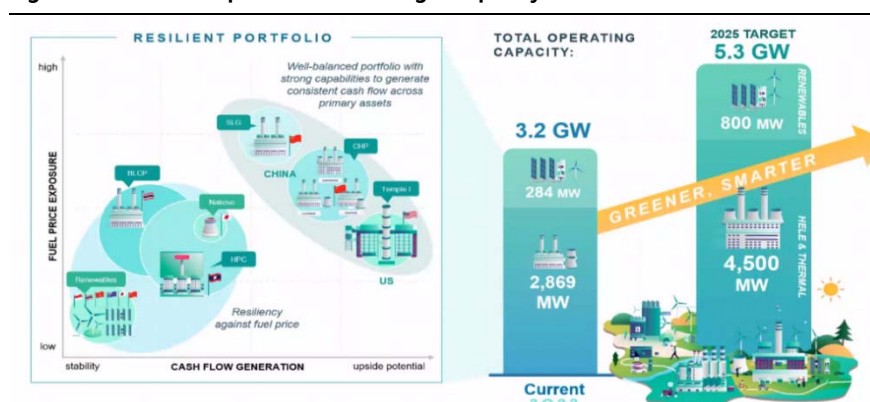
Bt mn	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)	2022F	2021	YoY (%)	Comments (2022 vs 2021)
Revenue	3,264	3,064	6.5	4,956	(34.1)	16,458	6,784	142.6	(+) higher contribution of Temple 1 (from Nov 21), and stronger CHPs' operation
Gross Profit	(182)	(145)	(25.3)	601	(130.2)	1,150	(40)	2,990.4	(+) Robust margin from Temple 1 and lower losses of CHP from higher tariff and volumes
SG&A	616	439	40.4	412	49.5	1,672	1,103	51.6	(-) in line with higher operating projects
Operating Profit	(607)	(285)	(113.1)	378	(260.5)	209	(109)	292.1	
Operating EBITDA	(282)	(57)	(391.2)	700	(140.4)	1,464	472	210.5	
Non-Operating Inc./(Exp.)	(680)	321	(311.8)	2,870	(123.7)	3,700	756	389.8	(+) gains from sales of Sunseap
Equity Income/(Loss)	912	491	85.6	1,167	(21.9)	3,195	2,834	12.7	(+) stronger operations led by, Hongsa, Banpu NEXT, and SLG
Net Profit	(70)	371	(119.0)	2,315	(103.0)	5,848	3,127	87.0	
Normalized profit	341	170	100.2	1,248	(72.7)	2,825	2,492	13.4	
EPS (Bt)	(0.02)	0.12	(119.0)	0.76	(103.0)	1.92	1.02	87.0	
Normalized EPS (Bt)	0.11	0.06	100.2	0.41	(72.7)	0.93	0.82	13.4	
Percent	4Q22F	4Q21	YoY (ppts)	3Q22	QoQ (ppts)	2022F	2021	YoY (ppts)	
Gross margin	(5.6)	(4.7)	(0.8)	12.1	(17.7)	7.0	(0.6)	7.6	(+) higher tariff and steam price of CHP and Temple 1's operation
EBITDA margin	(8.7)	(1.9)	(6.8)	14.1	(22.8)	1.3	(1.6)	2.9	
SG&A/sales	18.9	14.3	4.6	8.3	10.6	10.2	16.3	(6.1)	
Assumptions (Btmn)	Change			Change					
CHP's gross profit	(140)	(107)	(33.1)	(132)	(8.0)	(1,479)	(2)	(1,477.2)	
Temple 1's gross profit	(42)	(38)	(3.5)	733	(774.5)	1,286	(38)	1,324.5	
Hongsa's core share of profit	656	1,003	(347.0)	1,154	(498.0)	3,527	3,229	298.0	
BLCF's core share of profit	241	120	121.4	323	(81.6)	775	861	(85.6)	
SLG's share of profit	124	(51)	175.0	(1)	125.0	(344)	(326)	(18.0)	
Banpu NEXT's share of profit	85	(304)	389.0	(258)	343.0	2,099	(521)	2,620.0	

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Key assumptions and valuation of BPP

	Unit	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Effective capacity	MWe	2,680	3,196	3,161	3,288	3,337
Average Ft rate	Bt/kWh	0.55	0.70	0.50	1.45	1.60
Average coal price	RMB/Ton	600	933	1,050	950	900
Steam price at CHPs	RMB/Ton	99	140	165	161	158
Ratio:						
GPM	Percent	20.2	-0.6	11.6	12.6	11.1
EBITDA	Percent	85.9	59.9	40.5	32.6	34.4
NPM	Percent	67.3	46.1	30.3	21.3	22.7
Valuation						
	Bt/share	Avg. WACC				
Operating	18.73	4.9				
Developing	0.41	6.0				
Cash	1.198748					
Debts	(3.33)					
Our DCF-based TP	17.00					
No. shares (mn)	3,048					

Source: KGI Securities Research

Figure 3: BPP's asset portfolio with target capacity of 5.3GWh in 2025


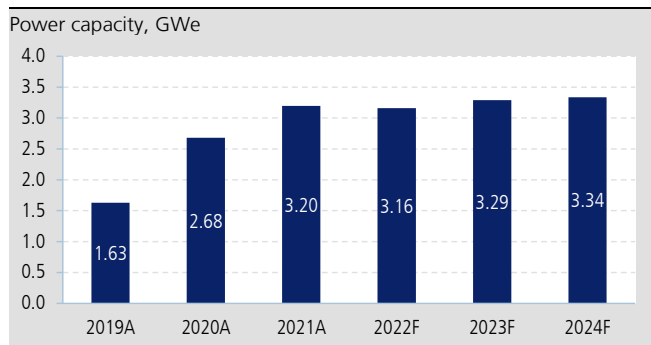
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Company profile

Banpu Power Public Company Limited (BPP) was established in December 1996, as a wholly-owned subsidiary of Banpu PCL (BANPU.BK/BANPU TB)*. The company is the group's flagship power company operating conventional and renewable power assets across Asia, including Thailand, Laos, China, and Japan. With nearly 20 years of experience, the company has run its business on a regional platform of highest international standards in both operations and corporate governance through its extensive proven experiences coupled with the emphasis on sustainability and social responsibilities.

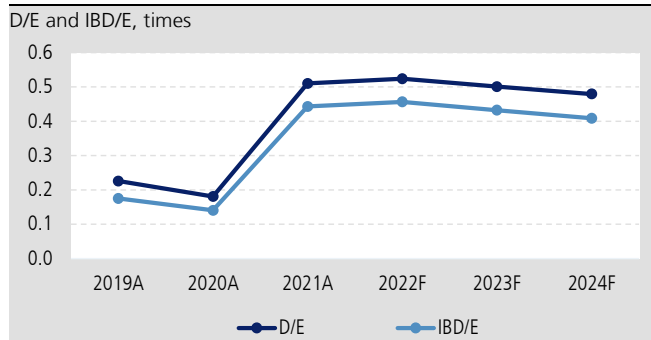
Source: Company data

Figure 6: Capacity growth



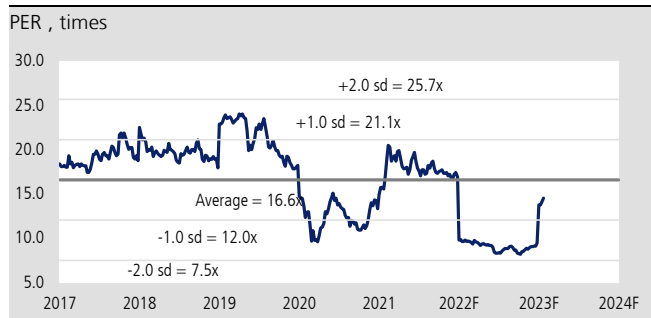
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Very low net IBD/E vs peers vs covenant of 2.5x



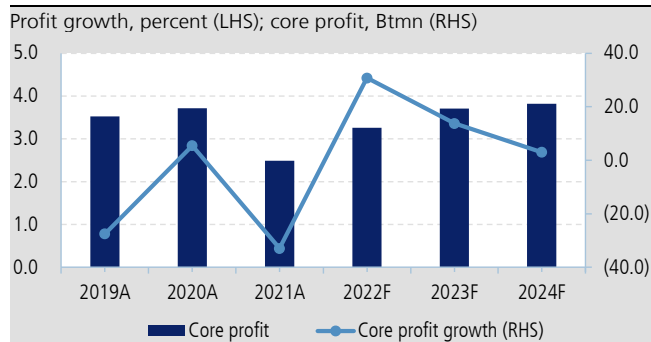
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: BPP's forward PER



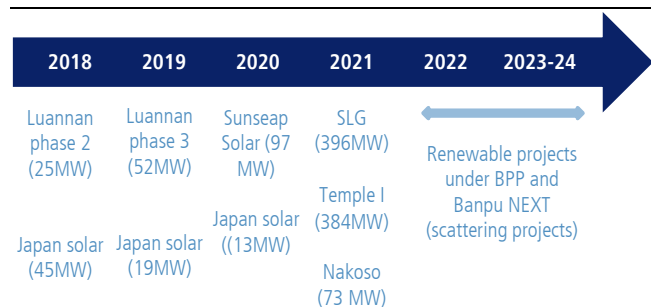
Source: KGI Securities Research

Figure 5: Earnings outlook for 2022-24F



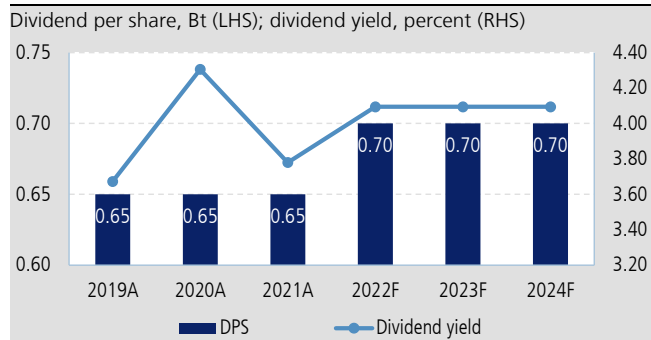
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Expansion plan in 2022-24F



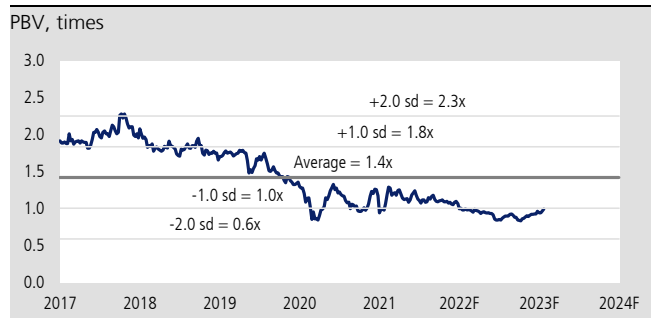
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: DPS and Dividend yield in 2019-24F



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: BPP's forward PBV



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21F	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	1,843	1,061	972	1,629	1,812	861	1,048	3,064	3,861	4,377	4,956	3,264
Cost of Goods Sold	(1,319)	(933)	(880)	(1,258)	(1,462)	(964)	(1,189)	(3,209)	(3,609)	(3,898)	(4,355)	(3,446)
Gross Profit	524	128	92	371	349	(103)	(141)	(145)	252	478	601	(182)
Operating Expenses	(245)	(204)	(211)	(285)	(205)	(228)	(232)	(439)	(308)	(336)	(412)	(616)
Other incomes	222	222	312	264	223	197	316	298	159	194	189	190
Operating Profit	501	146	193	350	367	(134)	(57)	(285)	103	336	378	(607)
Depreciation of fixed assets	(164)	(94)	(77)	(67)	(110)	(119)	(124)	(227)	(299)	(309)	(322)	(325)
Operating EBITDA	665	241	270	417	477	(15)	67	(57)	402	644	700	(282)
Non-Operating Income	298	(113)	167	233	114	140	207	332	2,124	(589)	2,884	(665)
Interest Income	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Other Non-op Income	294	(118)	161	226	106	131	197	321	2,112	(602)	2,870	(680)
Non-Operating Expenses	515	(69)	(64)	(48)	(33)	(41)	(44)	(130)	(166)	(196)	(255)	(270)
Interest Expenses	(62)	(69)	(64)	(48)	(33)	(41)	(44)	(130)	(166)	(196)	(255)	(270)
Other Non-op Expenses	577	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	979	782	614	775	693	1,137	513	491	326	790	1,167	912
Pre-tax Profit	2,294	746	910	1,310	1,141	1,102	618	408	2,387	340	4,175	(630)
Current Taxation	(135)	(27)	(46)	(93)	(94)	19	(8)	25	99	34	(441)	125
Minorities	(25)	(34)	(13)	(9)	(6)	14	(4)	(52)	445	324	(1,405)	450
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	975	680	845	1,201	1,034	1,126	596	371	2,918	685	2,315	(70)
Normalized Profit	1,362	799	685	975	928	995	399	170	420	816	1,248	341
EPS (Bt)	0.32	0.22	0.28	0.39	0.34	0.37	0.20	0.12	0.96	0.22	0.76	(0.02)
Normalized EPS (Bt)	0.45	0.26	0.22	0.32	0.30	0.33	0.13	0.06	0.14	0.27	0.41	0.11
Margins												
Gross profit margin	28.4	12.1	9.4	22.8	19.3	(11.9)	(13.5)	(4.7)	6.5	10.9	12.1	(5.6)
Operating EBIT margin	27.2	13.8	19.8	21.5	20.3	(15.5)	(5.5)	(9.3)	2.7	7.7	7.6	(18.6)
Operating EBITDA margin	36.1	22.7	27.8	25.6	26.3	(1.7)	6.4	(1.9)	10.4	14.7	14.1	(8.7)
Net profit margin	52.9	64.1	87.0	73.7	57.1	130.8	56.9	12.1	75.6	15.7	46.7	(2.2)
Growth												
Revenue growth	10.2	(42.4)	(8.4)	67.6	11.2	(52.5)	21.7	192.4	26.0	13.4	13.2	(34.1)
Operating EBIT growth	341.5	(70.8)	31.8	81.7	4.9	(136.4)	57.1	(396.1)	136.1	226.4	12.7	(260.5)
Operating EBITDA growth	1,540.5	(63.8)	12.1	54.7	14.3	(103.1)	556.1	(186.4)	799.8	60.1	8.6	(140.4)
Net profit growth	364.5	(30.2)	24.2	42.1	(13.9)	8.8	(47.0)	(37.8)	687.1	(76.5)	237.9	(103.0)
Normalized profit growth	986.8	(41.4)	(14.3)	42.4	(4.8)	7.2	(59.8)	(57.4)	146.8	94.4	52.9	(72.7)

Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total Assets	49,563	74,867	80,279	81,280	82,449
Current Assets	7,519	9,882	11,762	12,013	12,339
Cash & ST Investments	2,169	2,635	3,381	3,653	4,057
Inventories	505	1,186	541	555	569
Accounts Receivable	938	1,317	3,193	3,140	3,031
Others	3,907	4,744	4,647	4,664	4,682
Non-current Assets	42,044	64,984	68,517	69,267	70,110
LT Investments	26,639	39,245	41,654	41,654	41,654
Net fixed Assets	8,001	23,811	24,784	25,366	26,022
Others	7,404	1,928	2,080	2,248	2,434
Total Liabilities	7,585	25,287	27,600	27,131	26,721
Current Liabilities	4,067	10,968	10,784	10,920	11,000
Accounts Payable	170	331	357	385	415
ST Borrowings	1,454	6,551	6,551	6,551	6,551
Others	2,443	4,086	3,876	3,984	4,035
Long-term Liabilities	3,518	14,319	16,816	16,211	15,721
Long-term Debts	3,491	13,965	16,393	15,791	15,305
Others	27	354	423	421	416
Shareholders' Equity	41,978	49,579	52,679	54,148	55,728
Common Stock	3,086	3,096	3,096	3,096	3,096
Capital Surplus	7,231	7,231	7,231	7,231	7,231
Retained Earnings	9,551	10,648	13,853	15,396	17,050
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Growth (% YoY)						
Sales	(3.2)	23.2	161.5	(1.7)	(3.5)	(2.1)
OP	2,606.8	(109.2)	(1,356.8)	8.6	(23.5)	21.6
EBITDA	15.1	(14.1)	76.7	(20.8)	2.0	7.3
NP	24.7	(15.5)	71.8	(31.0)	3.0	12.1
Normalized Profit	5.5	(32.9)	30.8	13.8	3.0	12.1
EPS	24.3	(15.8)	71.8	(31.0)	3.0	12.1
Normalized EPS	5.2	(33.2)	30.8	13.8	3.0	12.1
Profitability (%)						
Gross Margin	20.2	(0.6)	11.6	12.6	11.1	12.9
Operating Margin	21.6	(1.6)	7.7	8.5	6.8	8.4
EBITDA Margin	85.9	59.9	40.5	32.6	34.4	37.7
Net Profit Margin	67.3	46.1	30.3	21.3	22.7	26.0
ROAA	7.5	4.2	6.7	4.6	4.6	5.1
ROAE	8.8	6.3	10.2	6.9	6.9	7.4
Stability						
Gross Debt/Equity (%)	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Net Debt/Equity (%)	0.1	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest Coverage (x)	17.8	14.0	6.5	4.6	4.7	5.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	2.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Interest Coverage (x)	2.3	(1.5)	5.3	2.1	1.7	2.1
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.3	(0.1)	0.6	0.3	0.2	0.3
Current Ratio (x)	1.8	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2
Quick Ratio (x)	1.7	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
Net Debt (Bt mn)	3,726	19,321	20,663	19,738	18,732	17,646
Per Share Data (Bt)						
EPS	1.2	1.0	1.7	1.2	1.2	1.4
Normalized EPS	1.2	0.8	1.1	1.2	1.2	1.4
CFPS	0.2	(0.1)	1.6	0.6	0.5	0.6
BVPS	13.6	16.0	17.0	17.5	18.0	18.7
SPS	1.8	2.2	5.7	5.6	5.4	5.3
EBITDA/Share	1.5	1.3	2.3	1.8	1.9	2.0
DPS	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Activity						
Asset Turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Days Receivables	62.2	70.8	65.7	65.7	65.7	65.7
Days Inventory	42.0	63.4	12.6	13.3	13.9	14.9
Days Payable	14.1	17.7	8.3	9.2	10.1	11.4
Cash Cycle	90.0	116.6	70.0	69.8	69.5	69.2
Keys Driver						
Effective capacity (MW)	2,680	3,196	3,161	3,288	3,337	3,337

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	5,506	6,784	17,739	17,445	16,840
Cost of Goods Sold	(4,391)	(6,824)	(15,676)	(15,246)	(14,973)
Gross Profit	1,115	(40)	2,063	2,199	1,867
Operating Expenses	(946)	(1,102)	(1,442)	(1,480)	(1,519)
Other Incomes	1,021	1,034	750	770	790
Operating Profit	1,190	(108)	1,370	1,488	1,138
Depreciation of fixed assets	(402)	(581)	(1,262)	(1,271)	(1,280)
Operating EBITDA	4,729	4,062	7,175	5,681	5,795
Non-Operating Income	563	756	2,112	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	563	756	2,112	0	0
Non-Operating Expenses	(820)	(249)	(903)	(951)	(951)
Interest Expenses	(243)	(249)	(903)	(951)	(951)
Other Non-op Expenses	(577)	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	3,150	2,834	2,430	2,922	3,377
Pre-tax Profit	4,084	3,232	5,010	3,459	3,564
Current Taxation	(300)	(57)	257	177	182
Minorities	(81)	(47)	105	73	75
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	3,702	3,127	5,372	3,709	3,822
Normalized Profit	3,717	2,492	3,260	3,709	3,822
EPS (Bt)	1.20	1.01	1.74	1.20	1.23
Normalized EPS (Bt)	1.20	0.80	1.05	1.20	1.23

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Operating Cash Flow	550	(368)	4,916	1,988	1,778
Net Profit	3,702	3,127	6,649	4,586	4,954
Depreciation & Amortization	402	581	1,262	1,271	1,280
Change in Working Capital	(1,627)	(2,044)	(1,341)	(20)	(87)
Others	(1,929)	(2,032)	(1,654)	(3,848)	(4,369)
Investment Cash Flow	484	(16,053)	(2,989)	1,995	2,433
Net CAPEX	3,492	(16,390)	(2,235)	(1,853)	(1,935)
Change in LT Investment	(5,085)	(6,696)	(4,600)	0	0
Change in Other Assets	2,077	7,034	3,846	3,848	4,369
Free Cash Flow	1,033	(16,420)	1,927	3,983	4,211
Financing Cash Flow	(2,237)	16,774	(1,024)	(3,636)	(3,590)
Change in Share Capital	0	(33)	0	0	0
Net Change in Debt	(788)	15,975	2,430	(581)	(464)
Change in Other LT Liab.	(1,449)	832	(3,454)	(3,055)	(3,126)
Net Cash Flow	(1,204)	354	903	347	621

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- COGS	+ Depreciation	+ Operating Exp.	= Operating
	Revenue	Revenue	Revenue	Margin
2020	72.4%	7.3%	35.7%	-15.5%
2021	92.0%	8.6%	31.5%	-32.1%
2022F	81.3%	7.1%	12.4%	-0.7%
2023F	80.1%	7.3%	12.9%	-0.3%
2024F	81.3%	7.6%	13.7%	-2.6%
Year	1/ Working Capital	+ Net PPE	+ Other Assets	= Capital
	Revenue	Revenue	Revenue	Turnover
2020	-0.3	1.5	7.5	0.1
2021	-0.3	3.5	7.5	0.1
2022F	-0.1	1.4	3.1	0.2
2023F	0.0	1.5	3.2	0.2
2024F	0.0	1.5	3.4	0.2
Year	Operating	x Capital	x Cash	= After-tax Return
	Margin	Turnover	Tax Rate	on Inv. Capital
2020	-15.5%	0.1	7.4%	-0.1%
2021	-32.1%	0.1	1.8%	-0.1%
2022F	-0.7%	0.2	-5.1%	0.0%
2023F	-0.3%	0.2	-5.1%	0.0%
2024F	-2.6%	0.2	41.1%	-0.2%

Source: KGI Securities Research

Banpu Power Plc. – Recommendation & target price history


Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAIKOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

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 assessment 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 or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration

Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 ☒ Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.