

บมจ. ราช กรุ๊ป (RATCH)

1Q23: กำไรต่ำคาดเล็กน้อย แต่ยังอยู่ในทิศทางที่ดี

RATCH รายงานกำไรสุทธิ 1.4 พันลบ. ใน 1Q23 (-8% yoy แต่พลิกกลับจากการขาดทุน 242 ลบ. ใน 4Q22) หากไม่รวมการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 183 ลบ. กำไรหลักอยู่ที่ 1.6 พันลบ. +34% yoy และพลิกจากขาดทุน 69 ลบ. ใน 4Q22 ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของเรา 8% อย่างไรก็ตาม เรายังคงชอบ RATCH สำหรับแนวโน้มการเติบโตที่น่าประทับใจ และเรายังคงเห็น upside สำหรับราคาหุ้นของ RATCH RATCH เสนอผลตอบแทนเงินปันผล 5.2% ในปี 2023 คงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย: 50.00 บาท

1Q23 RESULTS

| | 1Q23 (Btm) | 1Q22 (Btm) | 4Q22 (Btm) | yoy %Chg | qoq %Chg |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| Revenue | 15,647 | 17,063 | 19,503 | (8) | (20) |
| Equity Income | 1,364 | 1,250 | 423 | 9 | 222 |
| EBITDA (ex. Fx) | 3,701 | 2,995 | 2,350 | 24 | 57 |
| Fx gain/(loss) | (183) | 350 | (525) | (152) | (65) |
| Net income | 1,448 | 1,579 | (242) | (8) | (699) |
| NNP | 1,631 | 1,217 | (69) | 34 | (2,477) |
| EPS | 0.67 | 0.73 | (0.11) | (8) | (699) |

Source: RATCH, UOB Kay Hian

RESULTS

- ผลลัพธ์ต่ำกว่าประมาณการของเราเล็กน้อย ราช กรุ๊ป (RATCH) รายงานกำไรสุทธิ 1.4 พันลบ. ใน 1Q23 (-8% yoy แต่พลิกกลับจากการขาดทุน 242 ลบ. ใน 4Q22) หากไม่รวมการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 183 ลบ. กำไรหลักอยู่ที่ 1.6 พันลบ. เพิ่มขึ้น 34% yoy และพลิกจากขาดทุน 69 ลบ. ใน 4Q22 ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของเรา 8%
- HPC และ SPP ที่แข็งแกร่งหนุนกำไร กำไรจากส่วนแบ่งของ RATCH จากบริษัทร่วมทุนและบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น 9% yoy และ 222% qoq โดยได้รับแรงสนับสนุนจาก: 1) การเติบโต 74% yoy และ 117% qoq ในส่วนแบ่งจากโรงไฟฟ้าหงสา (HPC) ทั้งนี้เป็นผลมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่น่าประทับใจ (96% เทียบกับ 77% ใน 1Q22) เนื่องจากไม่มีการหยุดซ่อมบำรุง ประกอบกับความต้องการตามฤดูกาลในประเทศไทย 2) การฟื้นตัวของโรงไฟฟ้าผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) (ผลิตไฟฟ้าขนาด (NNEG) สหโคเจน (SCG) และเบริกไพรโคเจน) เนื่องจากอัตราค่าไฟฟ้า (Ft) ที่สูงขึ้น 0.61 บาท/หน่วย สำหรับผู้ซื้ออุตสาหกรรมใน 1Q23 และ 3) โรงไฟฟ้าราชโคเจนเนอเรชั่น (RCO) ขนาด 31.2 เมกะวัตต์ (ส่วนต่อขยาย) เริ่มเดินเครื่อง 1 ก.พ. 66
- งบดุลแข็งแกร่ง ด้วยผลประกอบการที่เติบโตอย่างน่าประทับใจใน 1Q23 ส่งผลให้ Net D/E ของ RATCH ลดลงจาก 1.1 เท่าใน 4Q22 เป็น 0.92 เท่า ซึ่งเปิดโอกาสให้บริษัทฯ มีทางเลือกในการทำ M&A ในอนาคต (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

| Year to 31 Dec (Btm) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net turnover | 44,643 | 81,655 | 66,444 | 67,525 | 64,447 |
| EBITDA | 11,969 | 12,627 | 14,946 | 16,106 | 15,795 |
| Operating profit | 9,825 | 9,590 | 11,746 | 14,156 | 13,845 |
| Net profit (rep./act.) | 7,772 | 5,782 | 8,119 | 10,470 | 10,107 |
| Net profit (adj.) | 7,245 | 5,715 | 8,119 | 10,470 | 10,107 |
| EPS (Bt) | 5.0 | 2.6 | 3.7 | 4.8 | 4.6 |
| PE (x) | 7.7 | 14.7 | 10.3 | 8.0 | 8.3 |
| P/B (x) | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA (x) | 15.8 | 15.0 | 12.6 | 11.7 | 12.0 |
| Dividend yield (%) | 6.4 | 4.2 | 5.2 | 5.8 | 5.8 |
| Net margin (%) | 17.4 | 7.1 | 12.2 | 15.5 | 15.7 |
| Net debt/(cash) to equity (%) | 74.7 | 62.5 | 94.9 | 95.4 | 97.6 |
| Interest cover (x) | 6.4 | 4.2 | 5.3 | 6.9 | 6.4 |
| ROE (%) | 11.9 | 6.9 | 8.1 | 9.9 | 9.2 |
| Consensus net profit | - | - | 9,102 | 9,318 | 9,975 |
| UOBKH/Consensus (x) | - | - | 0.89 | 1.12 | 1.01 |

Source: Ratchaburi Electricity Generating Hldg PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m.: not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BUY

(Maintained)

| | |
|---------------|----------|
| Share Price | Bt38.50 |
| Target Price | Bt50.00 |
| Upside | +29.9% |
| (Previous TP) | Bt55.00) |

COMPANY DESCRIPTION

RATCH is a leading IPP in Thailand. RATCH has a total equity installed capacity of 7,379MW. Capacity can be broken down into 6,495MW under commercial operations and 884MW under development and construction.

STOCK DATA

| | |
|---------------------------------|-----------|
| GICS sector | Utilities |
| Bloomberg ticker: | RATCH TB |
| Shares issued (m): | 2,175.0 |
| Market cap (Btm): | 83,737.5 |
| Market cap (US\$m): | 2,463.0 |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 4.7 |

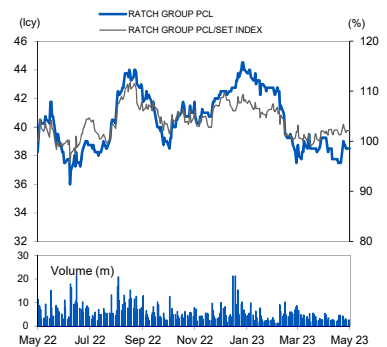
Price Performance (%)

| | | | | |
|------------------|-----------------|-------|-------|-------|
| 52-week high/low | Bt44.50/Bt36.00 | | | |
| 1mth | 3mth | 6mth | 1yr | YTD |
| (1.9) | (9.9) | (6.1) | (3.1) | (9.9) |

Major Shareholders

| | % |
|--------------------------|-------|
| EGAT | 45.0 |
| Nortrust Nominees Ltd. | 9.2 |
| Littledown Nominees Ltd. | 6.5 |
| FY23 NAV/Share (Bt) | 47.27 |
| FY23 Net Debt/Share (Bt) | 44.85 |

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Arsit Pamaranont
+662 659 8317
arsit@uobkayhian.co.th

Company Results

Monday, 15 May 2023

STOCK IMPACT

- **ยังมีอ็อปไซต์ต่อจากตรงนี้** เราคาดว่าค่าการดำเนินงานโดยรวมของ RATCH จะดีขึ้นทั้ง yoy และ qoq ใน 2Q23 จากการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของเศรษฐกิจไทยพร้อมกับต้นทุนก๊าซที่ลดลงอย่างมาก เราคาดว่าแนวโน้มผลประกอบการของ RATCH จะได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ลดลงตามฤดูกาลในประเทศไทย นอกจากนี้ ผู้บริหารคาดว่าจะปิดดีลโรงไฟฟ้าถ่านหินขนาด 2,045 เมกะวัตต์ในอินโดนีเซีย (ไฟตัน) ภายใน 2Q23 เราคาดว่า RATCH จะรายงานกำไรหลักที่ 1.7-2.0 ลบ. ใน 2Q23
- **แนวโน้มระยะยาวยังคงดีจากกำลังการผลิตใหม่ที่วางแผนไว้** RATCH ตั้งเป้ารายได้ 80% มาจากพลังงาน และอีก 20% ที่เหลือมาจากธุรกิจใหม่ (เช่น โครงสร้างพื้นฐาน ดิจิทัล การดูแลสุขภาพ) สำหรับภายในปี 2025 สำหรับธุรกิจไฟฟ้า ราชตั้งเป้าที่จะมีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม 10,000 เมกะวัตต์ในปี 2025 โดยแบ่งเป็นก๊าซ 55% ถ่านหิน 20% และพลังงานหมุนเวียน 25% ปัจจุบัน ราชกำลังพัฒนากำลังการผลิตใหม่ 857 เมกะวัตต์ ซึ่งประกอบด้วยโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ 714 เมกะวัตต์ จากโรงไฟฟ้าหินกอง (กำหนดเดินเครื่องเชิงพาณิชย์ (COD): ปี 2024-25 ซึ่งจะมีส่วนสำคัญต่อผลกำไรของราชตั้งแต่ปี 2024 เป็นต้นไป

EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2023 ลง 20% เป็น 8.1 พันลบ. เนื่องจากกำไรที่ออกมาต่ำกว่าคาดใน 1Q23 และการชะลอการซื้อโครงการไฟตัน

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 50.00 บาท** จากการประเมินมูลค่า DCF ของทุกโครงการ (WACC ที่ 5.0%) เรายังคงชอบ RATCH สำหรับแนวโน้มการเติบโตที่น่าประทับใจ และเรายังคงเห็น upside ของราคาหุ้น RATCH จากที่นี้ นอกจากนี้ RATCH ยังเสนอผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 5.2% ในปี 2566 (สูงสุดในกลุ่มหุ้นขนาดใหญ่)

SHARE PRICE CATALYST

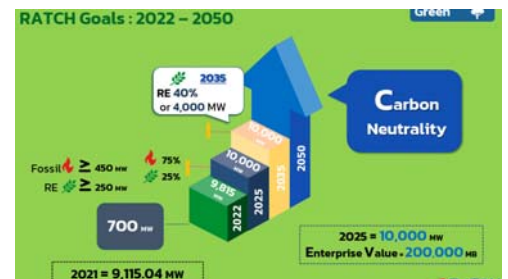
- 2023: ความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ฟื้นตัวทั้งในไทย และต่างประเทศ

PROFIT CONTRIBUTION IN 1Q23

| | 1Q23 | 1Q22 | 4Q22 | yoy | qoq |
|------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| RPCL | 54 | 27 | 42 | 102 | 29.9 |
| SEAN | 23 | 30 | 47 | (22) | (51) |
| HPC | 1,046 | 601 | 482 | 74.1 | 117 |
| impact solar | 7 | 0 | 1 | 2,428 | 724 |
| SOLARTA | 6 | 51 | 2 | (88) | 189 |
| KORAT 347 | 6 | 24 | 4 | (73) | 60.6 |
| FKW | 4 | 2 | 6 | 80 | (35) |
| KR2 | 6 | 2 | 9 | 292 | (24) |
| PNPC | 13 | 73 | (26) | (82) | (152) |
| RW COGEN | 50 | 54 | 34 | (7) | 48 |
| NNEG | 22 | (20) | (47) | (208) | (147) |
| Songkhla biomass | 7 | 3 | 10 | 149 | (31) |
| NERS | 0 | 141 | (132) | (100) | (100) |
| Berk prai | 27 | 17 | 34 | 56 | (21) |
| ABEIF | (45) | 72 | (53) | (162) | (16) |

Source: RATCH

TARGET 2025



Source: RATCH

PROJECTS IN PIPELINE

| | | |
|--|--|---|
| Hin Kong Combined-Cycle Attributable Capacity 714 MW (51%) Ratchaburi Province • 25-Year PPA with EGAT • Completion 24.5% • Expected COD Unit 1: 2024 & Unit 2: 2025 | Nexif RATCH Energy Rayong Attributable Capacity 45.00 MW (EPS) Rayong Province • 25-Year PPA with EGAT • Completion 93.8% • Expected COD: 2022 | RATCH Cogeneration Expansion Attributable Capacity 31.19 MW (99.97%) Pathum Thani Province • Contracts with Industrial Users Signed • Completion 57.8% • Expected COD: 2022 |
| REN Korat (EPS) Attributable Capacity 12.49 MW (80%) Khaton Ratchasima province • EIA approved • Expected COD: 2023 | Ecowin Wind-Turbine Attributable Capacity 15.16 MW (51.04%) Ben Tre Province, Vietnam • 20-Year PPA with EVN • Completion 80.30% • Expected COD: Q2/2022 | Nexif Energy Ben Tre Wind Attributable Capacity 40 MW (50%) Ben Tre Province, Vietnam • 20-Year PPA with EVN • Construction period 18 months • Expected COD: 2024 |

Source: RATCH

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่น่าเชื่อถือและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูอียู เคียวน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Results

Monday, 15 May 2023

PROFIT & LOSS

| Year to 31 Dec (Btm) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Net turnover | 81,655 | 66,444 | 67,525 | 64,447 |
| EBITDA | 12,627 | 14,946 | 16,106 | 15,795 |
| Deprec. & amort. | 3,037 | 3,200 | 1,950 | 1,950 |
| EBIT | 9,590 | 11,746 | 14,156 | 13,845 |
| Net interest income/(expense) | (2,977) | (2,800) | (2,350) | (2,450) |
| Pre-tax profit | 6,614 | 8,946 | 11,806 | 11,395 |
| Tax | (937) | (626) | (1,417) | (1,367) |
| Minorities | 106 | (200) | 80 | 80 |
| Net profit | 5,782 | 8,119 | 10,470 | 10,107 |
| Net profit (adj.) | 5,715 | 8,119 | 10,470 | 10,107 |

CASH FLOW

| Year to 31 Dec (Btm) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Operating | 4,685 | (8,685) | 10,870 | 11,487 |
| Pre-tax profit | 6,614 | 8,946 | 11,806 | 11,395 |
| Tax | (937) | (626) | (1,417) | (1,367) |
| Deprec. & amort. | 3,037 | 3,200 | 1,950 | 1,950 |
| Associates | 106 | (200) | 80 | 80 |
| Working capital changes | 6,441 | 640 | 450 | 430 |
| Non-cash items | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Other operating cashflows | (10,575) | (20,644) | (2,000) | (1,000) |
| Investing | (37,275) | (22,391) | (12,060) | (11,440) |
| Capex (growth) | (19,147) | (20,000) | (10,000) | (10,000) |
| Investments | (22,112) | (2,071) | (700) | (1,200) |
| Others | 3,984 | (320) | (1,360) | (240) |
| Financing | 59,970 | (2,789) | 2,416 | (1,432) |
| Dividend payments | (3,839) | (3,335) | (4,785) | (6,235) |
| Issue of shares | 25,187 | 0 | 0 | 0 |
| Loan repayment | 38,622 | 546 | 7,201 | 4,803 |
| Others/interest paid | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Net cash inflow (outflow) | 27,380 | (33,865) | 1,226 | (1,385) |
| Beginning cash & cash equivalent | 6,961 | 34,341 | 476 | 1,702 |
| Changes due to forex impact | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Ending cash & cash equivalent | 34,341 | 476 | 1,702 | 317 |

BALANCE SHEET

| Year to 31 Dec (Btm) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Fixed assets | 52,338 | 69,138 | 77,188 | 85,238 |
| Other LT assets | 121,756 | 144,750 | 147,810 | 149,250 |
| Cash/ST investment | 34,341 | 476 | 1,702 | 317 |
| Other current assets | 21,143 | 22,500 | 24,800 | 27,400 |
| Total assets | 229,578 | 236,864 | 251,500 | 262,205 |
| ST debt | 16,264 | 11,685 | 13,886 | 13,688 |
| Other current liabilities | 12,909 | 14,000 | 14,650 | 15,800 |
| LT debt | 79,346 | 86,346 | 91,346 | 96,346 |
| Other LT liabilities | 13,656 | 14,520 | 15,620 | 16,500 |
| Shareholders' equity | 98,029 | 102,813 | 108,498 | 112,370 |
| Minority interest | 9,375 | 7,500 | 7,500 | 7,501 |
| Total liabilities & equity | 229,578 | 236,864 | 251,500 | 262,205 |

KEY METRICS

| Year to 31 Dec (%) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------------------|--------|--------|-------|-------|
| Profitability | | | | |
| EBITDA margin | 15.5 | 22.5 | 23.9 | 24.5 |
| Pre-tax margin | 8.1 | 13.5 | 17.5 | 17.7 |
| Net margin | 7.1 | 12.2 | 15.5 | 15.7 |
| ROA | 3.0 | 3.5 | 4.3 | 3.9 |
| ROE | 6.9 | 8.1 | 9.9 | 9.2 |
| Growth | | | | |
| Turnover | 82.9 | (18.6) | 1.6 | (4.6) |
| EBITDA | 5.5 | 18.4 | 7.8 | (1.9) |
| Pre-tax profit | (16.9) | 35.3 | 32.0 | (3.5) |
| Net profit | (25.6) | 40.4 | 28.9 | (3.5) |
| Net profit (adj.) | (21.1) | 42.1 | 28.9 | (3.5) |
| EPS | (47.4) | 42.1 | 28.9 | (3.5) |
| Leverage | | | | |
| Debt to total capital | 47.1 | 47.1 | 47.6 | 47.9 |
| Debt to equity | 97.5 | 95.3 | 97.0 | 97.9 |
| Net debt/(cash) to equity | 62.5 | 94.9 | 95.4 | 97.6 |
| Interest cover (x) | 4.2 | 5.3 | 6.9 | 6.4 |

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน