

Ratch Group

(RATCH.BK/RATCH TB)*

Neutral · Maintained

Price as of 12 May 2023	39.00
12M target price (Bt/shr)	41.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	6.5

Key messages

กำไรสุทธิของ RATCH ใน 1Q66 อยู่ที่ 1.45 พันล้านบาท (พลิกฟื้น QoQ, -8% YoY) ซึ่งไม่มีประมาณการของตลาดเลย กำไรที่ลดลง YoY เป็นเพราะมีผลขาดทุนจาก FX 177 ล้านบาทใน 1Q66 (จากที่มีกำไร FX 413 ล้านบาทใน 1Q65) ในขณะที่ผลประกอบการที่ฟื้นตัวขึ้น QoQ เป็นเพราะผลการดำเนินงานแข็งแกร่งขึ้น ทั้งนี้ กำไรหลักอยู่ที่ 1.63 พันล้านบาท (พลิกฟื้น QoQ, +39% YoY) เรายังคงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 41 บาท เรายังคงไม่แนะนำจะมีการ re-rate หุ้น RATCH ในช่วงที่ตลาดยังไม่มั่นใจและมองลบกับบริษัทอยู่ ทั้งนี้ดูเหมือนนักลงทุนจะยังสงสัยอยู่ขณะที่รอความชัดเจนเกี่ยวกับการปิดคดีโครงการ Paiton (ว่าจะปิดได้ใน 2Q66 หรือจะเลื่อนออกไปอีก)

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

ผลประกอบการ 1Q66: Save your tears

Event

ผลประกอบการ 1Q66 และมุมมองของเรา

Impact

ผลประกอบการ 1Q66 – ดีตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่ง

กำไรสุทธิของ RATCH ใน 1Q66 อยู่ที่ 1.45 พันล้านบาท (พลิกฟื้น QoQ, -8% YoY) ซึ่งไม่มีประมาณการของตลาดเลย กำไรที่ลดลง YoY เป็นเพราะมีผลขาดทุนจาก FX 177 ล้านบาทใน 1Q66 (จากที่มีกำไรจาก FX 413 ล้านบาทใน 1Q65) ในขณะที่ผลประกอบการที่ฟื้นตัวขึ้น QoQ เป็นเพราะผลการดำเนินงานแข็งแกร่งขึ้น ทั้งนี้ กำไรหลักอยู่ที่ 1.63 พันล้านบาท (พลิกฟื้น QoQ, +39% YoY) คิดเป็น 21% ของกำไรปี 2566F ของเรา

ประเด็นที่น่าสนใจ – ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งขึ้น และรับรู้กำไรเต็มไตรมาสจาก NEJV

ผลประกอบการที่ดีขึ้น QoQ เป็นเพราะ RG แข็งแกร่งขึ้น (AP สูงขึ้น), SPPs แข็งแกร่งขึ้น (margin ดีขึ้น), และมีการรับรู้กำไรเต็มไตรมาสจาก NEJV (นำโดยโครงการพลังงานลม Lincoln Gap 1&2 และโรงไฟฟ้าก๊าซ Snapper Point), SG&A ลดลงตามฤดูกาล และรายได้ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกัน ต้นทุนดอกเบี้ยก็เพิ่มขึ้นจากทั้งดอกเบี้ยขาขึ้นและยอดหนี้ที่เพิ่มขึ้นด้วย ส่วนกำไรที่เพิ่มขึ้น YoY เป็นเพราะรับรู้กำไรเต็มไตรมาสจาก NEJV (ตั้งแต่ 20 ธันวาคม 2565) และผลการดำเนินงานของโครงการหงส์ดำขึ้น (ไม่มีการปิดซ่อมบำรุง) และ SPPs ดีขึ้น (ค่า Ft สูงขึ้น) ทั้งนี้ กำไรขั้นต้น RATCH อยู่ที่ 1.3 พันล้านบาท (+36% QoQ, -5% YoY) ในขณะที่ส่วนแบ่งกำไรหลักเพิ่มขึ้นอย่างมากเป็น 1.3 พันล้านบาท (+222% QoQ, +10% YoY)

แนวโน้มในปี 2566F

เราคาดว่ากำไรหลักในปีนี้จะโต 48% YoY และในปี 2567F จะโต 22% YoY ในขณะที่เราอาจจะเห็นนักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการกำไรลงอีกหลังการประชุมนักวิเคราะห์ 1Q23 ในวันที่ 26 พฤษภาคม ซึ่งจนถึงขณะนี้ คดีการซื้อโรงไฟฟ้าถ่านหิน Paiton (2,045 MW) ซึ่งบริษัทมีแผนจะปิดคดีภายใน 2Q66 ยังคงเงียบกริบ เราคาดว่า 2566 จะเป็นทั้งปีแห่งการเติบโต และความท้าทายของ RATCH

Valuation & Action

เรายังคงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 41 บาท เรายังคงไม่แนะนำจะมีการ re-rate หุ้น RATCH ในช่วงที่ตลาดยังไม่มั่นใจและมองลบกับบริษัทอยู่ ดูเหมือนนักลงทุนจะยังสงสัยอยู่ขณะที่รอความชัดเจนเกี่ยวกับการปิดคดีโครงการ Paiton (ว่าจะปิดได้ใน 2Q66 หรือจะเลื่อนออกไปอีก) อย่างไรก็ตาม เราคิดว่า RATCH ยังคงเป็นหนึ่งในหุ้น value play ในกลุ่มโรงไฟฟ้า จากแนวโน้มการเติบโตในระดับปานกลาง และอัตราเงินปันผล รวมถึงกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง

Risks

การปิดโรงไฟฟ้านอกแผน, ปัญหา cost overruns, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย

Figure 1: RATCH's 1Q23 earnings review

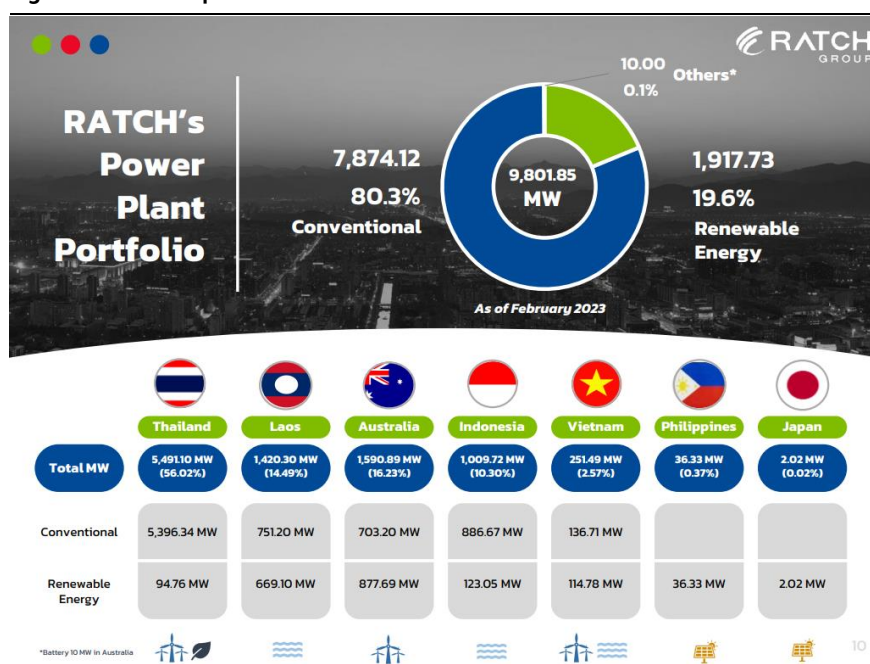
Bt mn	1Q23	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)	2022	2021	YoY (%)	Comments (1Q23 vs 1Q22)
Revenue	15,120	16,915	(10.6)	19,119	(20.9)	74,725	37,327	100.2	(-) RG faced lower energy dispatch from EGAT, despite full contribution of NEJV since 20 Dec, 2022
Gross Profit	1,344	1,421	(5.4)	986	36.3	5,439	4,210	29.2	
SG&A	620	502	23.6	1,003	(38.2)	2,779	1,708	62.7	(-) in line with new capacity added and advisory fees
Operating Profit	1,251	1,067	17.2	366	242.0	3,671	3,389	8.3	
Operating EBITDA	2,074	1,790	15.9	1,013	104.7	6,226	5,198	19.8	
Non-Operating Inc./(Exp.)	41	387	(89.3)	196	(78.9)	528	577	(8.4)	(-) unrelaxed Fx losses
Equity Income/(Loss)	1,358	1,186	14.4	54	2,422.9	5,391	5,902	(8.7)	(+) largely on stronger Hongsa and SPPs, but weaker hydro projects
Net Profit	1,448	1,579	(8.3)	(242)	N.A.	5,782	7,819	(26.0)	
Normalized profit	1,625	1,166	39.3	(747)	N.A.	5,151	7,612	(32.3)	(0) a full contribution of NEJV, better Hongsa, and aptly from stronger SPPs.
EPS (Bt)	0.79	1.09	(27.4)	(0.17)	574.7	3.99	5.39	(26.0)	
Normalized EPS (Bt)	0.89	0.80	10.4	(0.52)	272.3	3.55	5.25	(32.3)	
Percent	1Q23	1Q22	YoY (ppts)	4Q22	QoQ (ppts)	2022	2021	YoY (ppts)	
Gross margin	8.9	8.4	0.5	5.2	3.7	7.3	11.3	(4.0)	(+) due to a steeper Ft rate, widening SPP's margin
EBIT margin	13.7	10.6	3.1	5.3	8.4	8.3	13.9	(5.6)	
SG&A/sales	4.1	3.0	1.1	5.2	(1.1)	3.7	4.6	(0.9)	
Assumptions			Change		Change			Change	
Ending US\$/THB	34.3	33.5	0.8	34.7	(0.5)	34.7	33.7	1.0	
Ft rate (Bt/kWh)	1.55	0.01	1.5	0.93	0.6	39.86	(0.15)	40.0	

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Key assumptions and valuation of RATCH

	Unit	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Equity capacity (MWe)	MWe	7,181	8,349	8,361	8,758	9,115
Average Ft rate (Bt/kWh)	Bt/kWh	(0.15)	0.40	1.33	1.53	1.00
SPP gas prices (Bt/mmbtu)	Bt/mmbtu	270	500	450	300	300
IPP gas prices (Bt/mmbtu)	Bt/mmbtu	260	480	430	280	280
Ratio:						
GPM	Percent	11.3	7.3	11.5	14.4	15.2
EBITDA	Percent	31.3	16.3	24.9	34.9	32.9
NPM	Percent	20.9	7.7	13.1	18.8	17.7
Valuation						
	Bt/share	Avg. WACC				
Operating	46.81	5.7				
Developing	12.43	5.3				
Cash	15.55					
Debts	(33.45)					
Our DCF-based TP	41.00					
No.shares (mn)	2,175					

Source: KGI Securities Research

Figure 3: RATCH's portfolio


Source: Company data, 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	KASIKORN BANK	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	THAI COM
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	SRI SAWAD 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 ERWAN 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 ERWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD 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
CENTEL	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. Excess return = 12M target price/current price-
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.