

# RATCH GROUP PCL

RATCH TB Outperform

Target Price Bt 54.00

Price (30/07/2021) Bt 42.50

Upside % 27.06

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 61,625

30-day avg turnover Btm 473.28

No. of shares on issue m 1,450

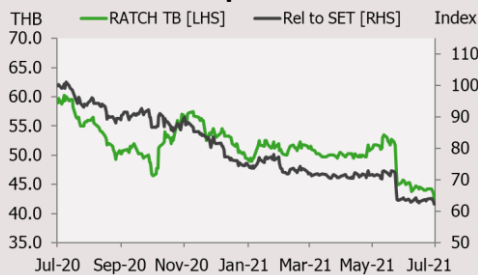
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	34,206	32,274	33,653	34,235
Core profit (Btmn)	6,105	6,284	6,880	7,024
Net profit (Btmn)	6,287	6,350	6,880	7,024
Net EPS (Bt)	4.34	4.38	3.10	3.16
DPS (Bt)	2.53	2.60	2.60	2.60
BVPS (Bt)	41.74	43.59	43.00	43.57
Net EPS growth (%)	5.42	1.00	-29.20	2.08
ROA (%)	5.92	5.19	4.15	3.43
ROE (%)	10.48	10.26	8.67	7.31
Net D/E (x)	0.57	0.82	0.65	0.80
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	11.42	9.70	13.71	13.43
P/BV (x)	1.19	0.98	0.99	0.98
EV/EBITDA (x)	21.59	18.35	22.62	23.34
Dividend yield (%)	5.11	6.12	6.12	6.12

## RATCH TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

## Analyst

Ornmongkol Tantitanatorn

ormmongkol.t@kasikornsecurities.com

2 August 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

## ขยายธุรกิจไปยังธุรกิจการแพทย์อีกครั้ง

- RATCH ขยายธุรกิจไปยังกลุ่มการแพทย์อีกครั้ง โดยลงทุน 190 ลบ. เพื่อซื้อหุ้น 9.9% ในบริษัท Bangkok Chain International (Lao) Co., Ltd.
- การซื้อหุ้นครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ในกรุงเวียงจันทน์ซึ่งเป็นโรงพยาบาลของ BCH ลำดับที่ 15
- แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 54.00 บาท การใช้แหล่งเงินทุนจากการเพิ่มทุน คาดจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว

## Investment Highlights

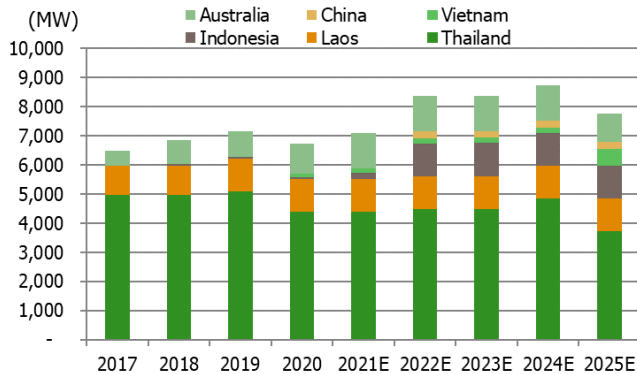
- ลงทุนในโรงพยาบาลเอกชนในประเทศลาว บริษัท RATCH-Lao Services Co., Ltd. ซึ่งเป็นบริษัทในเครือที่ RATCH ถือหุ้นอยู่ 100% บรรลุข้อตกลงซื้อหุ้นผ่านการเพิ่มทุนของบริษัท Bangkok Chain International (Lao) Co., Ltd. (BCIL) ในวงเงิน 190 ลบ. หลังซื้อหุ้นเพิ่มทุนแล้วเสร็จ ผู้ถือหุ้นของ BCIL จะประกอบด้วย BCH (68.47%) RATCH-Lao Services (9.91%) และผู้ถือหุ้นส่วนน้อยทั้งนักลงทุนชาวลาวและไทย (21.62%) วัตถุประสงค์ของดีลรายการนี้คือเพื่อลงทุนในโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล ในกรุงเวียงจันทน์ โดย BCH ลงทุนในโรงพยาบาลแห่งนี้จำนวน 1.57 พันลบ. โดยในเฟส 1 จะมีจำนวนเตียงผู้ป่วยในที่ 110 เตียง ซึ่งมีกำหนดเปิดให้บริการในเดือน ส.ค.2564 และเฟส 2 จำนวนเตียงผู้ป่วยในจะเพิ่มขึ้นเป็น 254 เตียงแต่ยังไม่เปิดเผยรายละเอียดออกมา โรงพยาบาลแห่งนี้จะให้บริการสำหรับเฟส 2 โดยโรงพยาบาลแห่งนี้อยู่ในระดับทุติยภูมิและตติยภูมิ ตั้งเป้ากลุ่มลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้ป่วยเงินสดที่มีรายได้ระดับกลางถึงสูงและนักท่องเที่ยวต่างชาติและชาวต่างชาติที่อาศัยอยู่ในกรุงเวียงจันทน์
- ได้ประโยชน์จากดีลรายการนี้ การลงทุนของ RATCH มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) เพิ่มพอร์ตธุรกิจในการลาว RATCH ปัจจุบันลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ 2 แห่ง, โรงไฟฟ้าถ่านหิน 1 แห่ง และถือหุ้น 10% ใน EDL-Generation RATCH มีกำลังการผลิตไฟฟ้าที่ 1,122 MW ในลาว ซึ่งจะคิดเป็นสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นเป็น 16% ของกำลังการผลิตรวมที่ 7,088 MW ในปีนี้ นอกจากนี้ RATCH ยังลงทุนถือหุ้น 40% ในบริษัท Sandin Water Supply Co., Ltd ด้วย กำลังการผลิตที่ 9,600 ลูกบาศก์เมตร/วัน และถือหุ้น 25% ในโรงงานผลิตพลาเเลดไม่ด้วย กำลังการผลิตที่ 15,000 ตัน/ปี ในกรุงเวียงจันทน์ 2) การขยายธุรกิจไปยังนอกกลุ่มโรงไฟฟ้า การลงทุนครั้งนี้จะเป็นการต่อยอดธุรกิจการแพทย์ของ RATCH จากก่อนหน้านี้ที่ถือหุ้น 10% ใน PRINC ในวงเงิน 1.5 พันลบ. ในเดือน พ.ค.2564 ธุรกิจนอกกลุ่มโรงไฟฟ้าของ RATCH ประกอบด้วยระบบ mass transit (รถไฟฟ้า MRT และมอเตอร์เวย์) IT (IoT กับ Sigfox) การแพทย์ (PRINC) และสาธารณูปโภคอื่น ๆ (BAFS) RATCH ตั้งงบ capex ในระยะยาว สำหรับธุรกิจนอกกลุ่มโรงไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเป็น 20% ของแผนการลงทุนรวมและ 3) ร่วมเป็นพันธมิตรธุรกิจกับ BCH ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มโอกาสในการลงทุนในธุรกิจด้านการแพทย์และธุรกิจอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องอีกในอนาคตด้วย BCH เป็นผู้ประกอบการโรงพยาบาลเอกชนชั้นนำในประเทศไทย
- กำไรสุทธิระยะสั้นไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่ากำไรสุทธิในระยะสั้นของ RATCH จะไม่ได้รับผลกระทบที่มีนัยสำคัญเพราะ 1) ธุรกิจโรงพยาบาลมีระยะเวลาดำเนินการเริ่มแรก 3-4 ปี กว่าที่จะถึงจุดคุ้มทุนซึ่งจะเริ่มต้นตั้งแต่วิธีการที่เริ่มเปิดให้บริการในไตรมาส 3/2564 2) การลงทุนที่ 190 ลบ. ซึ่งเป็นระดับที่ค่อนข้างน้อยโดยคิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้นที่ 9.9% ด้วยเหตุนี้ จึงจำเป็นต้องให้โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนลในกรุงเวียงจันทน์ สร้างผลกำไร ก่อนที่ RATCH จะรับรู้รายได้เงินปันผล (แผนภาพ 5)

## Valuation and Recommendation

- คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 54.00 บาท เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" RATCH ด้วยราคาเป้าหมายที่ 54.00 บาท เราประเมินมูลค่าที่ 0.07 บาท เพื่อสะท้อนการลงทุนใน BCIL อิงบนสมมติฐาน project D/E ที่ 1.3:1 และ PIRR ที่ 6.5% เราคาดว่าค่าการเพิ่มทุนจะเป็นปัจจัยหลักที่อุดราคาหุ้นในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เงินที่ได้รับจากการเพิ่มทุนจะนำไปใช้สำหรับการพัฒนาโครงการใหม่และเพิ่มการเติบโตในระยะยาวของ RATCH



**Fig 1 RATCH capacity breakdown by country**



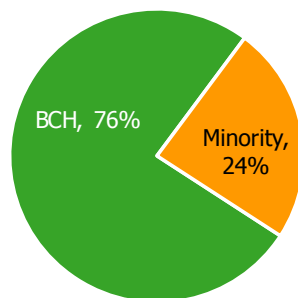
Source: KS research

**Fig 2 BCH's portfolio**

Hospital	Established Year	Hospital Accreditation	# Exam Room (OPD)	# Licensed Beds (IPD)
1 World Medical Hospital	2014	JCI, DNV GL	84	150
2 Kasemrad International Hospital Rattanaibeth	1993	HA III	41	133
3 Kasemrad International Hospital Aranyaprathet	2020		44	51
4 Kasemrad Hospital Bangkok	1984	HA III	60	311
5 Kasemrad Hospital Sriburi	1993	HA III	40	120
- Kasemrad Sriburi Chiang Saen Clinic	2014		13	
6 Kasemrad Hospital Maesai	2004		14	30
7 Kasemrad Hospital Saraburi	1996	HA III	16	200
8 Kasemrad Hospital Prachachuen	1997	HA III	55	371
9 Kasemrad Hospital Rattanaibeth	2015	HA II	18	119
10 Kasemrad Hospital Chacheongsao	2015	HA III	32	100
11 Kasemrad Hospital Ramkhamhaeng	2018	HA II	39	139
12 Kasemrad Hospital Prachinburi	2021		55	115
13 Karunvej Hospital Pathum-Thani	2013	HA III	22	200
14 Karunvej Hospital Ayudhya	2013	HA II	6	105
15 Kasemrad International Hospital Vientiane	2021		43	110
<b>Total</b>			<b>582</b>	<b>2,254</b>

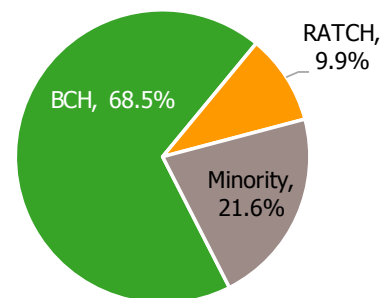
Source: Company and KS Research

**Fig 3 BCIL's shareholder structure pre-capital increase**



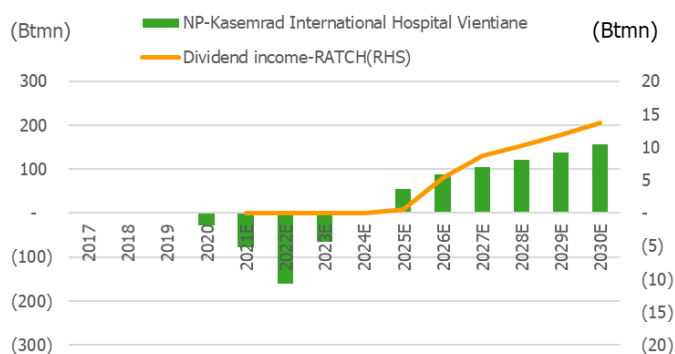
Source: Company and KS Research

**Fig 4 BCIL's shareholder structure post-capital increase**



Source: Company and KS Research

**Fig 5 Estimated dividend income to RATCH**



Source: KS research

**Fig 6 Kasemrad International Hospital Vientiane**



Source: KS research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	38,364	34,206	32,274	33,653	34,235
Cost of sales and services	-33,228	-30,229	-27,035	-28,141	-28,522
<b>Gross Profit</b>	5,136	3,977	5,239	5,513	5,712
SG&A	-1,596	-1,601	-2,029	-2,120	-2,159
Other income	617	716	607	842	932
<b>EBIT</b>	8,264	7,866	8,749	10,052	10,758
<b>EBITDA</b>	5,686	4,924	6,273	6,991	7,455
Interest expense	-1,430	-1,551	-1,863	-2,614	-3,130
Equity earnings	4,177	4,723	4,866	5,817	6,273
<b>EBT</b>	6,833	6,315	6,886	7,438	7,628
Income tax	-870	-28	-462	-428	-414
<b>NPAT</b>	5,963	6,287	6,423	7,009	7,215
Minority Interest	0	-0	-74	-129	-191
<b>Core Profit</b>	6,269	6,105	6,284	6,880	7,024
Extraordinary items	-36	-0	0	-0	0
FX gain (loss)	-342	182	66	0	0
<b>Reported net profit</b>	5,963	6,287	6,350	6,880	7,024

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	4,917	4,857	6,413	30,778	29,893
Accounts receivable	5,813	5,355	5,475	5,794	6,080
Inventories	1,880	1,783	1,622	1,688	1,711
<b>Total current assets</b>	20,480	18,485	19,349	43,675	42,164
Investment in subs & others	33,598	41,035	49,640	89,328	98,963
Fixed assets-net	24,506	29,860	45,482	50,218	59,024
<b>Total assets</b>	100,229	112,132	135,175	202,300	218,550
Short-term debt	1,695	1,664	3,502	5,874	1,967
Accounts payable	5,614	4,801	4,652	4,825	4,869
<b>Total current liabilities</b>	7,574	6,877	8,566	11,111	7,248
Long-term debt	30,441	41,469	59,276	91,501	110,170
<b>Total liabilities</b>	40,816	51,611	71,106	105,877	120,682
Paid-up capital	14,500	14,500	14,500	22,192	22,192
Share premium	1,532	1,532	1,532	23,839	23,839
Retained earnings	50,802	53,586	56,267	58,493	59,746
Minority interests	1	1	866	995	1,186
<b>Total shareholders' equity</b>	59,414	60,522	64,069	96,423	97,868
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	100,229	112,132	135,175	202,300	218,550

Key Assumptions

Average THB/USD currency	31	31	30	31	31
Ending THB/USD currency	30	30	31	31	31
Capacity (MW)	7,150	6,741	7,088	8,370	8,386
-Overseas project	29%	35%	38%	46%	100%
-Domestic project	71%	65%	62%	54%	0%
-Renewable project	11%	14%	17%	17%	17%
-Conventional project	89%	86%	83%	83%	83%

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	5,963	6,287	6,423	7,009	7,215
Depreciation & amortization	1,528	1,833	2,456	2,756	2,970
Change in working capital	1,260	2,794	-108	-213	-265
Others	-2,889	-3,622	-3,303	-3,723	-3,739
<b>CF from operation activities</b>	5,862	7,291	5,468	5,829	6,180
Capital expenditure	-2,444	-4,630	-17,160	-7,366	-11,661
Investment in subs and affiliates	-3,536	-6,161	-6,243	-36,821	-6,524
Others	1,230	-122	2,805	3,470	3,759
<b>CF from investing activities</b>	-4,750	-10,913	-20,598	-40,717	-14,426
Cash dividend	-3,480	-3,480	-3,669	-4,655	-5,770
Net proceeds from debt	-2,552	8,314	22,218	36,522	16,261
Capital raising	0	0	0	30,000	0
Others	-1,402	-1,409	-1,863	-2,614	-3,130
<b>CF from financing activities</b>	-7,434	3,425	16,687	59,253	7,361
<b>Net change in cash</b>	-6,322	-197	1,557	24,365	-885

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	4.11	4.34	4.38	3.10	3.16
Core EPS	4.32	4.21	4.33	3.10	3.16
DPS	2.40	2.53	2.60	2.60	2.60
BV	40.97	41.74	43.59	43.00	43.57
EV	84.45	73.31	79.38	71.26	78.40
Free Cash Flow	2.36	1.84	-8.06	-0.69	-2.47

Valuation analysis

Reported P/E (x)	16.72	11.42	9.70	13.71	13.43
Core P/E (x)	15.90	11.76	9.81	13.71	13.43
P/BV (x)	1.68	1.19	0.98	0.99	0.98
EV/EBITDA (x)	21.54	21.59	18.35	22.62	23.34
Price/Cash flow (x)	17.01	9.84	11.27	16.18	15.26
Dividend yield (%)	3.49	5.11	6.12	6.12	6.12

Profitability ratios

Gross margin (%)	13.39	11.63	16.23	16.38	16.69
EBITDA margin (%)	14.82	14.40	19.44	20.77	21.78
EBIT margin (%)	21.54	23.00	27.11	29.87	31.43
Net profit margin (%)	15.54	18.38	19.90	20.83	21.07
ROA (%)	5.92	5.92	5.19	4.15	3.43
ROE (%)	9.99	10.48	10.26	8.67	7.31

Liquidity ratios

Current ratio (x)	2.70	2.69	2.26	3.93	5.82
Quick ratio (x)	2.00	2.03	1.83	3.63	5.48

Leverage Ratios

D/E ratio (x)	0.69	0.85	1.11	1.10	1.23
Net debt/EBITDA (x)	4.00	7.01	8.39	8.99	10.53
Net debt/equity (x)	0.38	0.57	0.82	0.65	0.80
Int. coverage ratio (x)	5.78	5.07	4.70	3.84	3.44

Growth

Revenue (%)	-2.92	-10.84	-5.65	4.27	1.73
EBITDA (%)	19.25	-13.39	27.38	11.44	6.65
Reported net profit (%)	7.44	5.42	1.00	8.35	2.08
Reported EPS (%)	7.44	5.42	1.00	-29.20	2.08
Core profit (%)	-3.20	-2.61	2.93	9.50	2.08
Core EPS (%)	-3.20	-2.61	2.93	-28.46	2.08

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TTB, TU, VGI, and WHA.