

BUY (Unchanged)

TP: Bt 35.00

(From: Bt 34.00)

Change in Numbers

Upside : 52.8%

30 JUNE 2021

## RS Public Co Ltd (RS TB)

## กำไรเติบโตแข็งแกร่งเลื่อนไปปีหน้า

เรื่องราวการเติบโตจากรุกเบิกใหม่ในปีใหม่ของ RS ถูกเลื่อนออกไป เนื่องจากการระบาดที่ยืดเยื้อของโควิด ระลอก 3 แต่ไม่กระทบแผนระยะยาวของบริษัทที่จะขยายเข้าสู่ตลาดใหม่ด้วยสินค้าใหม่รวมถึงผลิตภัณฑ์กัญชง เราคาดว่าแนวโน้มการเติบโตจะล่าช้าออกไป 6 เดือน และคาดว่า EPS จะเติบโต 55% ในปีหน้า คงคำแนะนำ "ซื้อ"



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

## ธุรกิจใหม่ถูกกระทบจากโควิด

RS ยังคงเข้าสู่พื้นที่ธุรกิจใหม่ (เป็นผู้ผลิตสินค้าแบรนด์ของบริษัทเองมากกว่าเป็นผู้จัดจำหน่าย) เช่น เครื่องดื่มฟังก์ชันนอลดริงก์ อาหารสัตว์ และอาหารเสริม ในปีนี้ แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ายอดขายจะต่ำกว่าที่เราคาดไว้ เนื่องจากช่องทางการจัดจำหน่ายหลักสำหรับผลิตภัณฑ์เหล่านี้ไม่ได้อยู่บนแพลตฟอร์มการค้าที่มีอยู่ (ช่อง 8, RS Mall ออนไลน์ และแพลตฟอร์มมาร์เก็ตเพลสออนไลน์อื่น) แต่เป็นแพลตฟอร์มออฟไลน์ (ร้านสะดวกซื้อ รวมทั้ง 7-Eleven ร้านค้าแบบดั้งเดิม และร้านค้าปลีกเฉพาะอย่าง) จึงได้รับผลกระทบจากการระบาดที่ยืดเยื้อของโควิด-19 ระลอกที่ 3

## ปรับลดประมาณการกำไร

RS เปิดตัวเครื่องดื่มฟังก์ชันนอลดริงก์ "Camu C" ซึ่งขายในร้านสะดวกซื้อและคอลลาเจนระดับพรีเมียม "Well U" ซึ่งจำหน่ายผ่านตัวแทนจำหน่ายไปยังร้านค้าแบบดั้งเดิม ในเดือนเม.ย.-พ.ค.ปีนี้ บริษัทฯ มีแผนจะเปิดตัวผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยงใน 4Q21 เพื่อจำหน่ายในร้านขายสัตว์เลี้ยง ขณะที่ยอดขายผลิตภัณฑ์ใหม่ของบริษัทฯ ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 ระลอก 3 แต่ยังคงมีค่าใช้จ่ายทางการตลาด แม้บริษัทฯ จะปรับลดงบประมาณลงก็ตาม เราปรับลดสมมติฐานยอดขายผลิตภัณฑ์ใหม่จาก 600 ลบ. เป็น 350 ลบ. แต่อัตราราคาใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 40% จาก 31% ในปี 2021F ส่งผลให้ปรับกำไรลดลง 19% ในปีนี้ แต่เราปรับลดกำไรปี 2022-23F ลงเพียง 2-5% เท่านั้น และด้วยเราปรับมาใช้ฐาน 2022F และราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 35 บาท/หุ้น (จาก 34 บาท) คงคำแนะนำ "ซื้อ"

## การเติบโตที่แข็งแกร่งล่าช้าไปยังปีหน้า

หลังจากปรับลดกำไรลง เราคาดว่ากำไรเติบโตของ EPS จะเติบโตเพียง 9% ในปีนี้ จากค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่สูงขึ้น ดังนั้นการเติบโตจึงล่าช้าออกไปยังปี 2022F ที่ 55% โดยปัจจัยผลกัณฑ์หลัก ได้แก่ 1) ยอดขายผลิตภัณฑ์ใหม่ 1.1 พันลบ. ซึ่งรวมถึงผลิตภัณฑ์กัญชง 2) ยอดขายของธุรกิจพาณิชย์เติบโต 8%; 3) อัตราราคาใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงเหลือ 31% (จาก 40 ในปี 2021F) และ 4) ส่วนแบ่งกำไรของ Chase Asia เพิ่มขึ้น 22% สำหรับธุรกิจสื่อ เราคาดว่ากำไรจะลดลง 7% ในปี 2021F

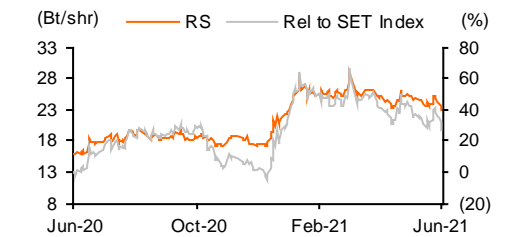
## แผนการทำ M&amp;A

RS ยังคงแผนการทำ M&A เพื่อขยาย และเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับสายธุรกิจใหม่ที่กล่าวมาข้างต้น บริษัทฯ คาดว่าจะเสร็จสิ้นหนึ่งดีล M&A ใน 3Q21 โดยคาดว่าจะเป็นการถือหุ้นส่วนน้อยในบริษัทรับจ้างผลิตประเภทสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งกำลังขยายไปสู่ห่วงโซ่อุปทานผลิตภัณฑ์กัญชง รวมถึงการสกัดกัญชง RS มีแผนที่จะมี SKU ผลิตภัณฑ์ที่มีกัญชงเป็นส่วนผสมในหลายสายผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,774	4,220	5,134	5,637
Net profit	528	574	889	1,042
Consensus NP	—	761	958	1,091
Diff frm cons (%)	—	(24.5)	(7.1)	(4.4)
Norm profit	528	574	889	1,042
Prev. Norm profit	—	711	935	1,066
Chg frm prev (%)	—	(19.2)	(4.9)	(2.2)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.6	0.9	1.1
Norm EPS grw (%)	37.4	8.7	54.9	17.2
Norm PE (x)	42.2	38.8	25.0	21.4
EV/EBITDA (x)	18.7	16.7	11.6	10.6
P/BV (x)	11.1	9.5	8.5	7.8
Div yield (%)	0.0	2.1	3.4	4.0
ROE (%)	28.4	26.4	35.8	38.1
Net D/E (%)	28.7	37.9	24.6	5.5

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Jun-21 (Bt)	22.90
Market Cap (US\$ m)	694.8
Listed Shares (m shares)	972.5
Free Float (%)	60.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.1
12M Price H/L (Bt)	29.00/15.70
Sector	COMM
Major Shareholder	Chetchotisak Family 23.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

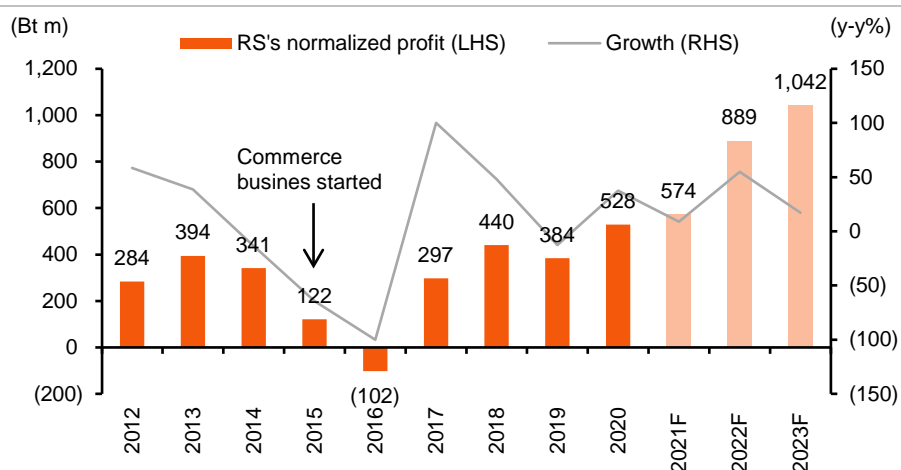


## Ex 1: Key Assumptions And Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
<b>Commerce revenue (Bt m)</b>			
New	2,923	3,828	4,210
Old	3,149	3,953	4,355
Change (%)	(7.2)	(3.1)	(3.3)
<b>SG&amp;A/sales ratio (%)</b>			
New	39.5	31.0	30.1
Old	31.0	28.5	27.6
Change (pp)	8.5	2.5	2.5
<b>Normalized earnings (Bt m)</b>			
New	574	889	1,042
Old	711	935	1,066
Change (%)	(19.2)	(4.9)	(2.2)

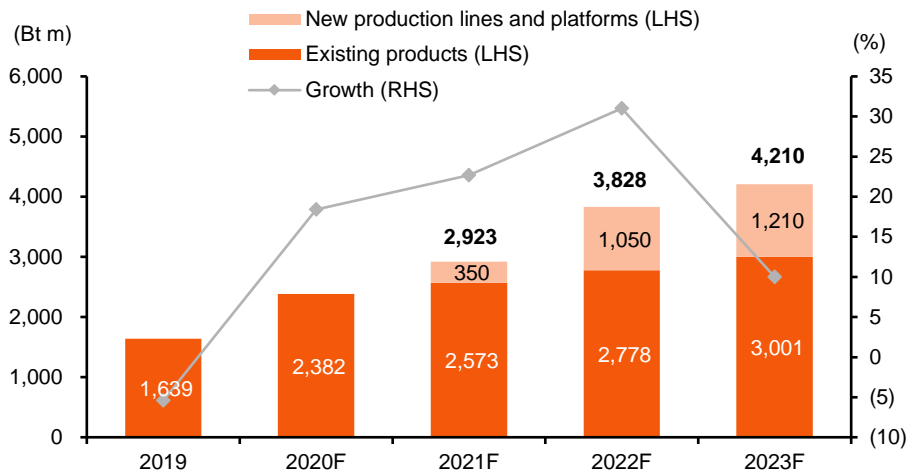
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 2: RS's Earnings Growth Path



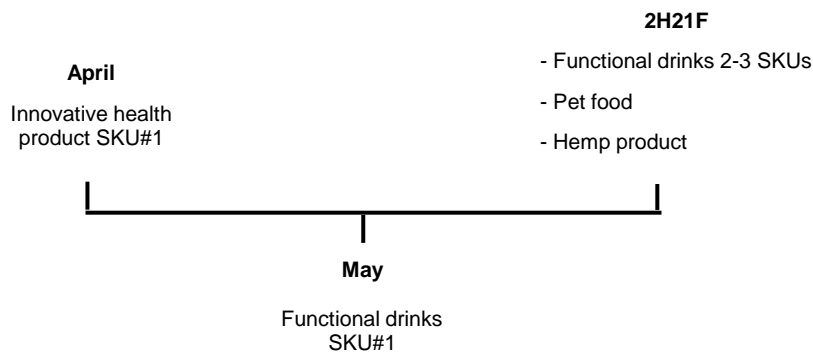
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: RS's Commerce Revenue**



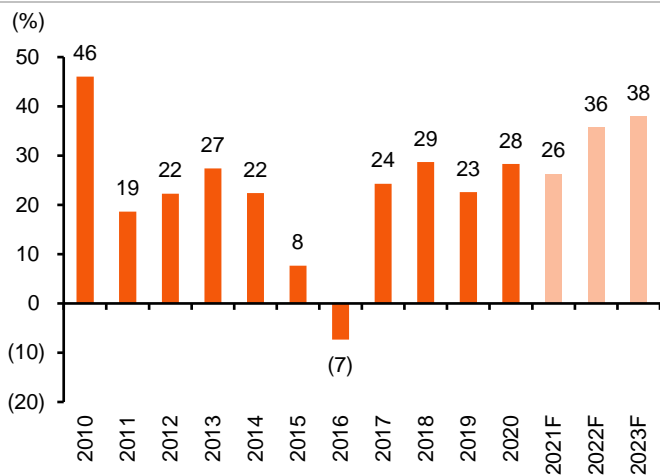
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: RS's Product Line-Up In 2H21F**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Rising ROE Trend**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: RS's Share Price Valuation**

<b>RS's existing business</b>	
Equity value (Bt m)	31,122
<b>RS's DCF-based TP (Bt/share)</b>	<b>31.0</b>
<b>Chase Asia</b>	
2022F earnings per RS share (Bt/share)	0.12
PE (x)	35
<b>Chase Asia to RS in 2022F (Bt/share)</b>	<b>4.0</b>
<b>RS's SOTP DCF-based TP (Bt/share)</b>	<b>35.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation, Using A 2022F Base Year**

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	1,894	2,038	2,121	2,331	2,413	2,605	2,874	3,099	3,426	3,701	3,983	—
Free cash flow	758	1,328	1,427	1,600	1,707	1,866	2,119	2,319	2,420	2,662	2,909	45,434
PV of free cash flow	755	1,148	1,146	1,195	1,159	1,172	1,232	1,248	1,205	1,227	1,182	18,454
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	7.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	31,122											
Net debt (2021F)	891											
Minority interest	2											
Equity value	30,229											
# of shares (m)	972											
<b>Equity value / share</b>	<b>31.0</b>											
<b>Investment:</b>												
Chase Asia	4.0											
<b>SOTP DCF-based TP</b>	<b>35.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	495.5	20.3	1.0	1.0	7.1	5.1	0.8	1.4
Sun TV Network	SUNTV IN	India	3.2	8.0	13.3	12.3	2.8	2.6	7.2	6.5	4.2	4.6
Zee Entertainment	Z IN	India	84.5	16.1	14.0	12.0	1.8	1.7	8.6	7.5	1.8	2.2
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	7.2	16.4	20.9	17.9	5.4	4.7	15.7	13.9	3.0	2.9
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	27.4	13.8	5.3	4.6	0.8	0.7	4.4	4.0	4.0	5.7
Beijing Gehua	600037 CH	China	196.6	14.3	27.5	24.0	1.0	1.0	5.9	5.3	1.3	1.5
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	61.5	18.5	11.4	0.8	0.8	3.4	3.2	0.0	0.0
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	44.9	37.1	25.6	4.8	4.6	9.1	8.0	2.4	3.5
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	27.0	20.1	3.0	2.9	15.2	12.1	2.2	4.0
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	44.6	173.3	118.7	43.4	4.4	4.1	9.3	7.7	0.3	1.3
RS Pcl*	RS TB	Thailand	8.7	54.9	38.8	25.0	9.5	8.5	16.7	11.6	2.1	3.4
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	322.2	58.0	67.1	42.5	4.0	3.8	44.6	32.5	1.1	1.8
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	273.1	2.2	2.2	15.5	13.1	2.4	3.5
Bangkok Com. Asset*	BAM TB	Thailand	90.6	36.4	17.1	12.6	1.5	1.4	na	na	3.5	4.8
JMT Network Services	JMT TB	Thailand	17.9	27.6	32.8	25.7	5.4	4.7	25.3	20.4	1.8	2.2
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	38.6	31.7	49.7	37.7	5.2	4.2	28.4	19.1	0.5	0.6
Beauty Community	BEAUTY TB	Thailand	na	210.2	113.3	37.0	5.5	5.3	41.5	22.8	0.5	1.9
Do Day Dream	DDD TB	Thailand	(92.5)	na	462.5	36.3	1.3	1.3	49.2	18.2	4.7	2.4
Karmarts	KAMART TB	Thailand	39.1	14.3	19.4	17.0	3.7	3.6	14.0	12.7	4.9	5.6
<b>Average</b>			<b>60.6</b>	<b>51.0</b>	<b>87.7</b>	<b>36.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>17.8</b>	<b>12.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

\*\* VGI's fiscal year ends in March.

Based on 30-Jun-21 closing prices

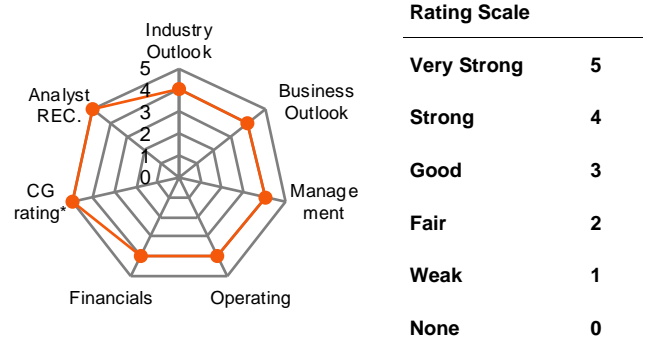
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจรีเทล สื่อและธุรกิจบันเทิงที่หลากหลาย บริษัทฯ และบริษัทย่อย ผลิตเพลงในรูปแบบดิจิทัล มีวีสิต, รายการทีวีดาวเทียม, รายการทีวีดิจิทัล, รายการวิทยุ, คอนเสิร์ต และงานอีเวนต์ รวมทั้งธุรกิจใหม่ multi-platform commerce (ธุรกิจผลิตภัณฑ์เพื่อความงาม ผลิตภัณฑ์อาหารเสริมเพื่อสุขภาพ และผลิตภัณฑ์ไลฟ์สไตล์) RS ได้ลงทุนถือหุ้นในสัดส่วน 35% ใน Chase Asia ประกอบธุรกิจติดตามหนี้และบริหารจัดการหนี้ (AMC)

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- ธุรกิจบันเทิงแบบครบวงจร
- ปรับตัวตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงความต้องการของผู้บริโภคได้อย่างรวดเร็ว
- จับตลาดหลากหลายทั่วประเทศ

### O — Opportunity

- ทำธุรกิจใหม่ ธุรกิจ multi-platform commerce
- ใช้ประโยชน์จากฐานผู้ชมช่อง 8 ในธุรกิจ on-air marketplace
- โอกาสในการขยายสายผลิตภัณฑ์ไปยังกลุ่มลูกค้าเป้าหมายใหม่ ซึ่งซื้อเชื่อหรือผ่อน

### W — Weakness

- ฟังพาการบริโภคในประเทศเป็นหลัก
- ฟังพาสถิตินที่มีชื่อเสียง

### T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมของธุรกิจสื่อกระจายเสียง
- เทคโนโลยีและความต้องการของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลง
- การละเมิดลิขสิทธิ์ในผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ
- ความเสี่ยงจากแผนแม่บทกิจการกระจายเสียงและกิจการโทรทัศน์ของ กสทช.

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.83	35.00	17%
Net profit 21F (Bt m)	761	574	-25%
Net profit 22F (Bt m)	958	889	-7%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเรต่ำกว่าตลาด 25% เนื่องจากเรา รวมผลกระทบของโควิด-19 ระลอก 3
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 17% สะท้อนมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราต่อการเติบโตของธุรกิจพาณิชย์และผลการดำเนินงานของ Chase Asia ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยง หากรายได้ต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- มีความเสี่ยง หากมีการกำหนดข้อบังคับใหม่เกี่ยวกับโฆษณา ผลิตภัณฑ์ความงามและสุขภาพที่ปรากฏในสื่อ
- มีความเสี่ยง หากผลประกอบการธุรกิจทีวีดิจิทัลต่ำกว่าที่เรา ประเมินการไว้ ซึ่งมาจากการบริโภคภายในประเทศที่ซบเซา และการแข่งขันที่รุนแรง
- มีความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานของ Chase Asia ไม่เป็นไปตามคาด เพราะการซื้อหนี้ใหม่ และผลการดำเนินงานของธุรกิจติดตามหนี้ที่ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Sales	3,611	3,774	4,220	5,134	5,637
Cost of sales	2,020	1,769	1,976	2,532	2,773
<b>Gross profit</b>	<b>1,591</b>	<b>2,006</b>	<b>2,244</b>	<b>2,602</b>	<b>2,865</b>
% gross margin	44.1%	53.1%	53.2%	50.7%	50.8%
Selling & administration expenses	1,079	1,317	1,665	1,593	1,698
<b>Operating profit</b>	<b>513</b>	<b>689</b>	<b>579</b>	<b>1,009</b>	<b>1,166</b>
% operating margin	14.2%	18.3%	13.7%	19.6%	20.7%
Depreciation & amortization	577	534	805	967	956
<b>EBITDA</b>	<b>1,089</b>	<b>1,223</b>	<b>1,384</b>	<b>1,975</b>	<b>2,122</b>
% EBITDA margin	30.2%	32.4%	32.8%	38.5%	37.6%
Non-operating income	11	17	17	10	11
Non-operating expenses	(6)	(4)	0	0	0
Interest expense	(35)	(36)	(45)	(53)	(39)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>483</b>	<b>666</b>	<b>551</b>	<b>965</b>	<b>1,139</b>
Income tax	97	137	73	193	228
<b>After-tax profit</b>	<b>385</b>	<b>528</b>	<b>478</b>	<b>772</b>	<b>911</b>
% net margin	10.7%	14.0%	11.3%	15.0%	16.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	96	117	131
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(21)	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>363</b>	<b>528</b>	<b>574</b>	<b>889</b>	<b>1,042</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>384</b>	<b>528</b>	<b>574</b>	<b>889</b>	<b>1,042</b>
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1

*Due to the COVID hit, we foresee strong growth shifting to next year*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	1,117	1,174	1,417	1,782	1,926
Cash & cash equivalent	328	200	300	300	300
Account receivables	516	711	809	1,055	1,158
Inventories	259	229	271	382	418
Others	13	33	37	45	50
Investments & loans	4	4	4	4	4
Net fixed assets	504	642	1,416	1,530	1,259
Other assets	1,782	2,697	2,486	2,357	2,314
<b>Total assets</b>	<b>3,407</b>	<b>4,516</b>	<b>5,323</b>	<b>5,673</b>	<b>5,503</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,266	1,814	2,079	2,230	2,015
Account payables	651	1,016	1,083	1,387	1,519
Bank overdraft & ST loans	530	620	833	663	320
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	84	178	163	180	177
<b>Total LT debt</b>	<b>236</b>	<b>156</b>	<b>357</b>	<b>284</b>	<b>137</b>
Others LT liabilities	178	543	539	529	498
<b>Total liabilities</b>	<b>1,680</b>	<b>2,512</b>	<b>2,974</b>	<b>3,043</b>	<b>2,651</b>
Minority interest	2	2	2	2	2
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	972	972	972	972	972
Share premium	322	322	322	322	322
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	(160)	(160)	(160)	(160)
<b>Retained earnings</b>	<b>430</b>	<b>867</b>	<b>1,212</b>	<b>1,494</b>	<b>1,715</b>
Shareholders' equity	1,725	2,002	2,347	2,628	2,850
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,407</b>	<b>4,516</b>	<b>5,323</b>	<b>5,673</b>	<b>5,503</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Chase Asia investment and normal capex planned for commerce business*

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Earnings before tax	483	666	551	965	1,139
Tax paid	(97)	(137)	(73)	(193)	(228)
Depreciation & amortization	577	534	805	967	956
Chg In working capital	(19)	200	(73)	(52)	(8)
Chg In other CA & CL / minorities	(0)	69	72	126	123
<b>Cash flow from operations</b>	<b>943</b>	<b>1,331</b>	<b>1,282</b>	<b>1,813</b>	<b>1,982</b>
Capex	(749)	(593)	(1,500)	(1,000)	(600)
Right of use	0	(551)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(0)	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3)	(74)	153	58	(50)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(752)</b>	<b>(1,218)</b>	<b>(1,367)</b>	<b>(962)</b>	<b>(670)</b>
Debt financing	108	10	415	(244)	(490)
Capital increase	26	0	(0)	0	0
Dividends paid	(388)	(96)	(230)	(608)	(821)
Warrants & other surplus	52	(155)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(201)</b>	<b>(241)</b>	<b>185</b>	<b>(852)</b>	<b>(1,311)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>194</b>	<b>738</b>	<b>(218)</b>	<b>813</b>	<b>1,382</b>

*We expect RS's PE to fall in 2022F, supported by strong earnings growth*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Normalized PE (x)	57.9	42.2	38.8	25.0	21.4
Normalized PE - at target price (x)	88.5	64.4	59.3	38.3	32.7
PE (x)	61.3	42.2	38.8	25.0	21.4
PE - at target price (x)	93.7	64.4	59.3	38.3	32.7
EV/EBITDA (x)	20.8	18.7	16.7	11.6	10.6
EV/EBITDA - at target price (x)	31.7	28.3	25.2	17.6	16.1
P/BV (x)	12.9	11.1	9.5	8.5	7.8
P/BV - at target price (x)	19.7	17.0	14.5	13.0	11.9
P/CFO (x)	23.6	16.7	17.4	12.3	11.2
Price/sales (x)	6.2	5.9	5.3	4.3	4.0
Dividend yield (%)	1.3	0.0	2.1	3.4	4.0
FCF Yield (%)	0.9	3.3	(1.0)	3.7	6.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1
EPS	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1
DPS	0.3	0.0	0.5	0.8	0.9
BV/share	1.8	2.1	2.4	2.7	2.9
CFO/share	1.0	1.4	1.3	1.9	2.0
FCF/share	0.2	0.8	(0.2)	0.8	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

*RS's robust ROE reflects the performance of its commerce business and Chase Asia*

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(5.6)	4.5	11.8	21.7	9.8
Net profit (%)	(29.6)	45.4	8.7	54.9	17.2
EPS (%)	(35.1)	45.4	8.7	54.9	17.2
Normalized profit (%)	(12.7)	37.4	8.7	54.9	17.2
Normalized EPS (%)	(19.6)	37.4	8.7	54.9	17.2
Dividend payout ratio (%)	80.3	0.0	80.0	85.0	85.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	44.1	53.1	53.2	50.7	50.8
Operating margin (%)	14.2	18.3	13.7	19.6	20.7
EBITDA margin (%)	30.2	32.4	32.8	38.5	37.6
Net margin (%)	10.7	14.0	11.3	15.0	16.2
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	14.8	19.1	13.0	18.9	30.0
Interest coverage - EBITDA (x)	31.5	33.9	31.0	36.9	54.6
ROA - using norm profit (%)	10.3	13.3	11.7	16.2	18.7
ROE - using norm profit (%)	22.6	28.4	26.4	35.8	38.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	22.7	28.3	22.0	31.0	33.3
- asset turnover (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	14.3	18.6	14.1	19.8	20.9
- leverage (x)	2.2	2.1	2.3	2.2	2.0
- interest burden (%)	93.3	94.9	92.5	94.8	96.7
- tax burden (%)	79.8	79.4	86.7	80.0	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	20.6	25.3	18.0	24.9	28.5
NOPAT (Bt m)	409	547	463	807	933
invested capital (Bt m)	2,163	2,578	3,237	3,275	3,006

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASC, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ  
จักร เรื่องสินภิญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร  
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เตินเรือ  
พัทธดนย์ บุญนา  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย  
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง  
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน  
สรัชดา สรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา  
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม  
ศิริพร อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค  
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค  
วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ  
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล  
ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล  
Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล  
Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์  
Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต  
Tel: 662-779-9117  
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี  
Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร  
Tel: 662-779-9198  
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
19 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th