

BUY (Unchanged)

TP: Bt 29.00 (Unchanged)

Company Update

Upside : 37.4%

30 NOVEMBER 2021

RS Public Co Ltd (RS TB)

กลับมาเริ่มใหม่หลังสะดุด

หลังกำไรหลักสะดุดจากค่าใช้จ่ายทางการตลาดสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ ซึ่งได้รับผลกระทบจากคลื่นโควิด-19 หลังจากการเปิดตัว และปัญหาคอลเซ็นเตอร์จากโควิด เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในปีหน้า บริษัทฯ มีกำหนดการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ ซึ่งจะเริ่มต้นด้วยผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยงคองคาแนะนำ "ซื่อ"



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ทิศทางธุรกิจยังคงเหมือนเดิม

RS เผชิญกับการสะดุดของกำไรครั้งใหญ่ตั้งแต่ปลาย 2Q21 จาก 1) ค่าใช้จ่ายทางการตลาดของ 2 ผลิตภัณฑ์ใหม่ ได้แก่ เครื่องดื่มฟังก์ชันนอลเครื่องดื่ม "Camu C" และผลิตภัณฑ์เสริมอาหารเพื่อสุขภาพและความงาม "Well U" และโควิดที่กระทบต่อยอดขายตั้งแต่เปิดตัว และ 2) ปัญหาคอลเซ็นเตอร์ในช่วงที่มีการติดเชื้โควิด-19 สูง ซึ่งกระทบต่อธุรกิจพาณิชย์เดิม การสะดุดนี้ไม่ได้เปลี่ยนทิศทางธุรกิจของ RS ต่อ 3 สายผลิตภัณฑ์ใหม่ ได้แก่ ฟังก์ชันนอลเครื่องดื่ม อาหารเสริม และอาหารสัตว์เลี้ยง โดยภาพรวมแล้ว RS ยังคงยึดมั่นในสามเสาหลักของธุรกิจ ได้แก่ แพลตฟอร์มการค้า (มาร์เก็ตเพลส) เจ้าของแบรนด์ผลิตภัณฑ์ และธุรกิจบันเทิง

กลับมาวางจำหน่ายผลิตภัณฑ์ใหม่อีกครั้ง

จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ข้างต้น เครื่องดื่มวิตามินซี "Camu C" ได้กลับมาวางขายในร้านสะดวกซื้อ (เฉพาะ 7-11) ทั่วประเทศในเดือนต.ค. โดยมี SKU เพิ่มขึ้น รวมถึงเครื่องดื่มฟังก์ชันนอลเครื่องดื่มก็ถูกซิง ซึ่งจะเปิดตัวในปลาย 1Q22 หลังเปิดตัวคอลลาเจน Well U ใน 2Q21 RS มีแผนรวมแบรนด์ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารอื่นๆ เข้ากับ Well U เพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับแบรนด์ Well U อาหารสัตว์เลี้ยงแบรนด์ "Lifemate" ผลิตภัณฑ์เกรดพรีเมียมภายใต้คอนเซ็ปต์การดูแลสุขภาพสัตว์เลี้ยงแบบองค์รวม จะเปิดตัวในร้านขายสัตว์เลี้ยงดั้งเดิมในเดือนหน้า เริ่มด้วยอาหารแห้ง RS มีแผนเปิดตัวอาหารเปียก ขนมขบเคี้ยว และผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับสัตว์เลี้ยงใน 2Q-3Q22 และตั้งเป้ารายได้ที่ 320 ลบ. ในปี 2022F โดยมีส่วนแบ่งตลาดเพียง 1% ของตลาดมูลค่าตลาดที่ 4.0 หมื่นลบ. เราคาดว่าผลิตภัณฑ์ใหม่จะมียอดขายที่ 400/600 ลบ. ในปี 2022-23F จากปี 2021F ที่มี 200 ลบ.

Utility token แพลตฟอร์มได้เสริมของบริษัทฯ

RS ได้เปิดตัว "Popcoin" โทเคนพร้อมใช้ (Utility Token) เพื่อใช้ในแอปพลิเคชัน entertainmerce ที่ซึ่งจะสร้าง ecosystem ของโทเคน ความตั้งใจคือเพื่อเป็นแพลตฟอร์มได้เสริมในยุคดิจิทัล โดยในขั้นต้นรายได้หลักในรูปแบบธุรกิจนี้ คือ รายได้จากผู้โฆษณาเพื่อซื้อโทเคน Popcoin เพื่อได้พื้นที่และเวลาในการแสดงโฆษณาในแอปพลิเคชันนี้ RS หวังว่าจะได้ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาในหมวดโฆษณาดิจิทัลและโฆษณาดิจิทัล ซึ่งมีมูลค่าราว 2.1 หมื่นลบ. จากเม็ดเงินโฆษณารวม 1.01 แสนลบ. เราชอบแนวคิด popcoin แต่ยังคงต้องการรอดูว่าจิ๊กซอว์ของ ecosystem จะถูกพร้อมเข้าด้วยกันในแอปพลิเคชันอย่างไร ก่อนที่จะรวมในประมาณของเรา

กำไรเริ่มฟื้นตัว

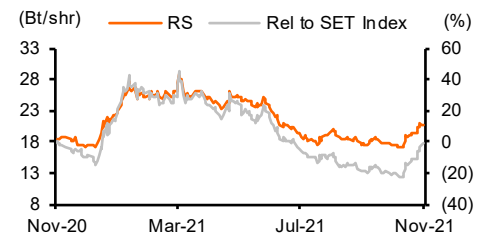
เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21F โดยคาดว่าจะมีกำไร 58 ลบ. จาก 3Q21 ที่มีผลขาดทุน 0.3 ลบ. แต่ยังคงลดลง 44% y-y ยอดขายทั้งจากธุรกิจพาณิชย์ที่มีอยู่ และผลิตภัณฑ์ใหม่ปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่หลังคลายล็อกดาวน์ ขณะที่ค่าใช้จ่ายทางการตลาดสำหรับสินค้าใหม่ลดลง เราคาดว่า EPS จะเติบโต 154/38% ในปี 2022-23F จาก 1) ยอดขายของธุรกิจพาณิชย์ที่คาดว่าจะเติบโต 10% ต่อปี 2) การลดลงของค่าใช้จ่ายทางการตลาดของผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีรายได้เพิ่มขึ้น 3) การเติบโตของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม Chase Asia และ Specialty Group และ 4) การฟื้นตัวของธุรกิจวิทยุและอีเวนต์

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,774	3,746	4,542	5,193
Net profit	528	251	639	880
Consensus NP	—	297	606	791
Diff frm cons (%)	—	(15.5)	5.5	11.3
Norm profit	528	251	639	880
Prev. Norm profit	—	260	639	875
Chg frm prev (%)	—	(3.2)	0.0	0.6
Norm EPS (Bt)	0.5	0.3	0.7	0.9
Norm EPS grw (%)	37.4	(52.4)	154.2	37.8
Norm PE (x)	38.8	81.7	32.1	23.3
EV/EBITDA (x)	17.2	29.9	17.7	13.2
P/BV (x)	10.2	9.5	8.4	7.6
Div yield (%)	0.0	1.0	2.5	3.4
ROE (%)	28.4	12.1	27.8	34.2
Net D/E (%)	28.7	92.2	76.7	59.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

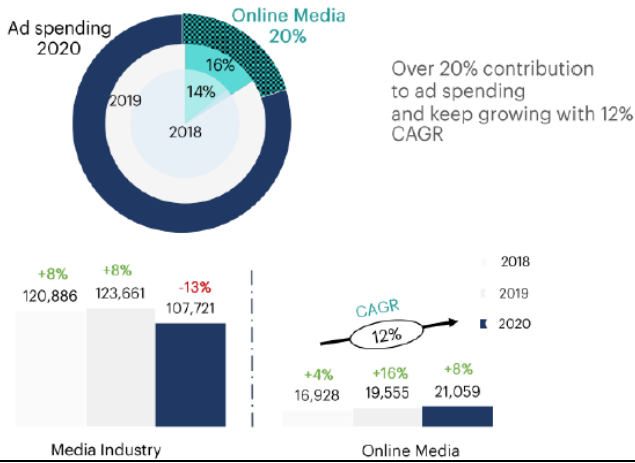
Price as of 30-Nov-21 (Bt)	21.10
Market Cap (US\$ m)	608.9
Listed Shares (m shares)	972.5
Free Float (%)	60.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.9
12M Price H/L (Bt)	29.00/17.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	Chetchotisak Family 23.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

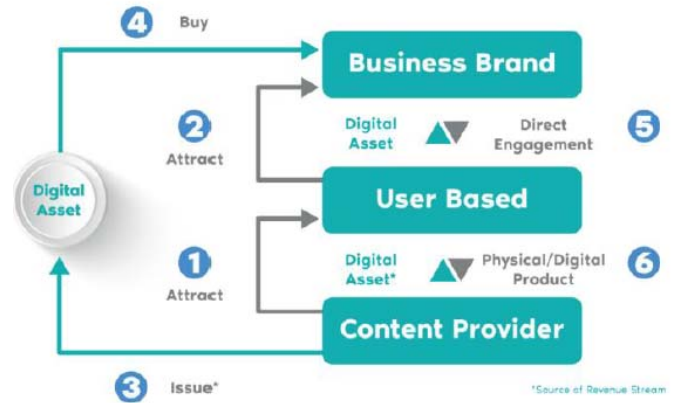


Ex 1: Online Media Is An Untapped Area For RS



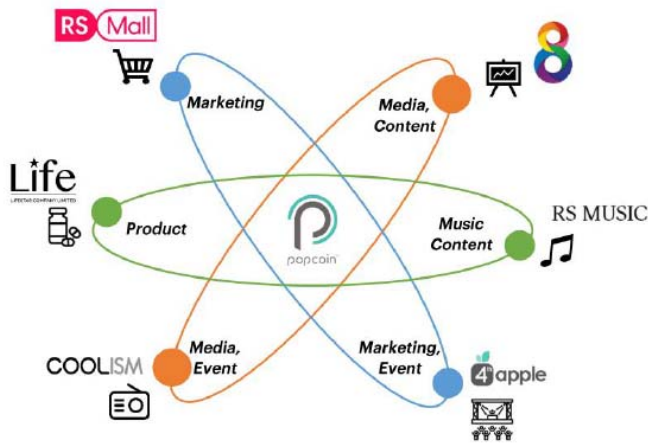
Source: Company data

Ex 2: Popcoin Business Model



Source: Company data

Ex 3: Integrating RS's Ecosystem Entertainmerce



Source: Company data

Ex 4: Redemption of Popcoin Products



Source: Company data. Note: more detail to be announced in January

Ex 5: Example Of RS's Intellectual Property



Build new demand from activities based on foundation of Entertainmerce; fan meeting, mini concert, etc.

Generate value on digital content and KOLs from 42 million subscribers base of RS group

Create new digital assets (NFT) from large pool of RS' intellectual property

Source: Company data

Ex 6: Popcoin Tokenomics: Primary Market

1. Sales to Business/Brand



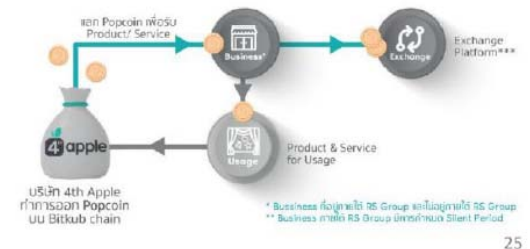
Content Sponsor can create their event & activity to distribute Popcoin



2. Airdrops by 4th Apple



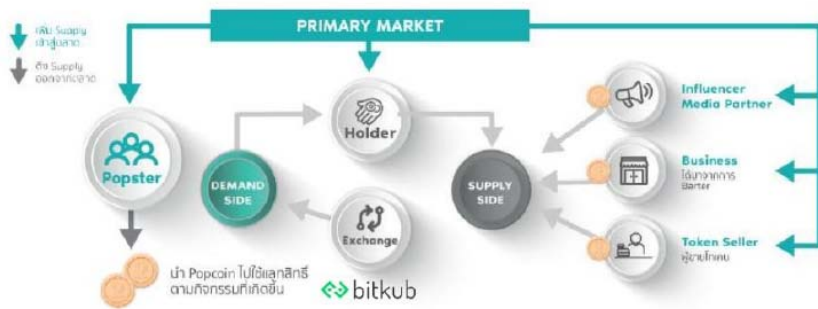
3. Barter for content



Source: Company data

Ex 7: Popcoin Tokenomics: Secondary Market

Exchange in the secondary market



Staking Pool

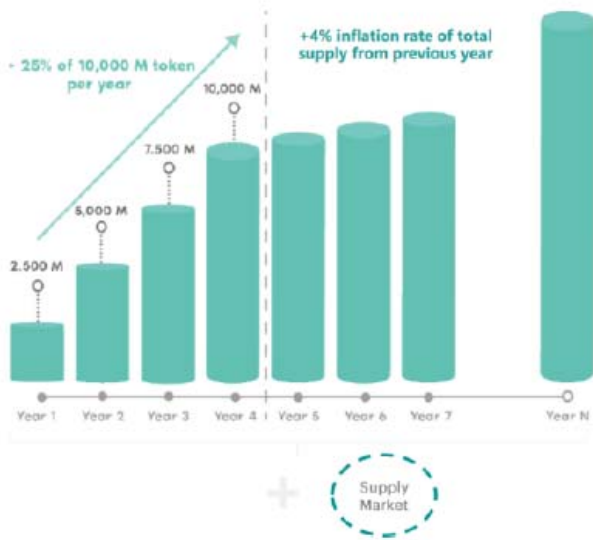


Rewarded Pool



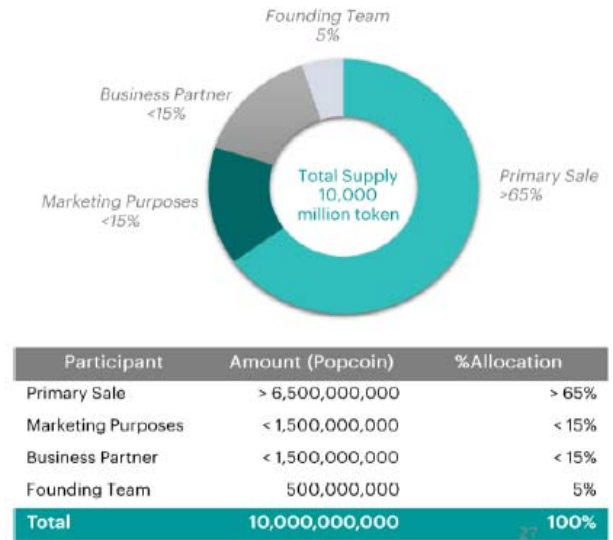
Source: Company data

Ex 8: Total Popcoin Supply



Source: Company data

Ex 9: Popcoin Distribution Per Year



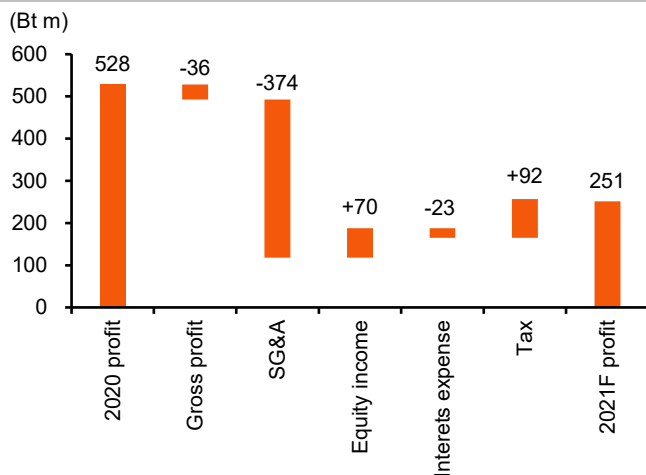
Source: Company data

Ex 10: Popcoin Launch Timeline



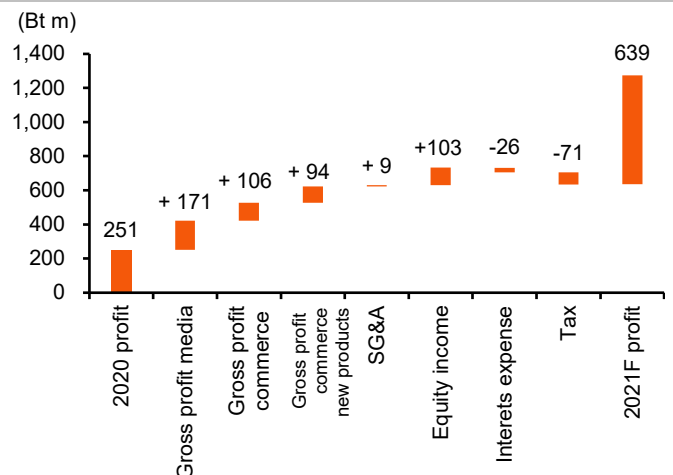
Source: Company data

Ex 11: 2021F Earnings Fall Breakdown



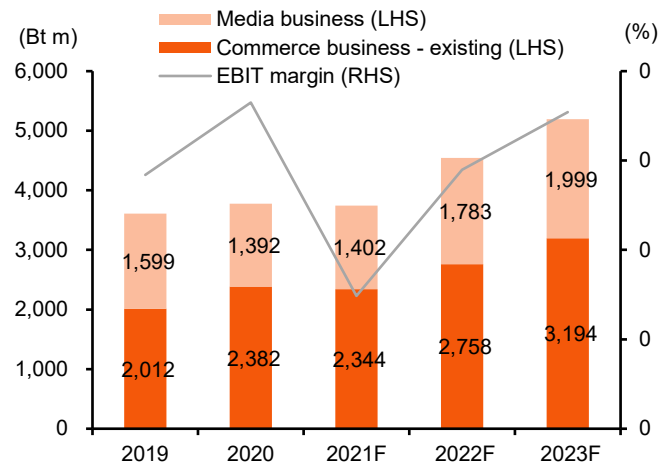
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 2022F Earnings Turnaround Breakdown



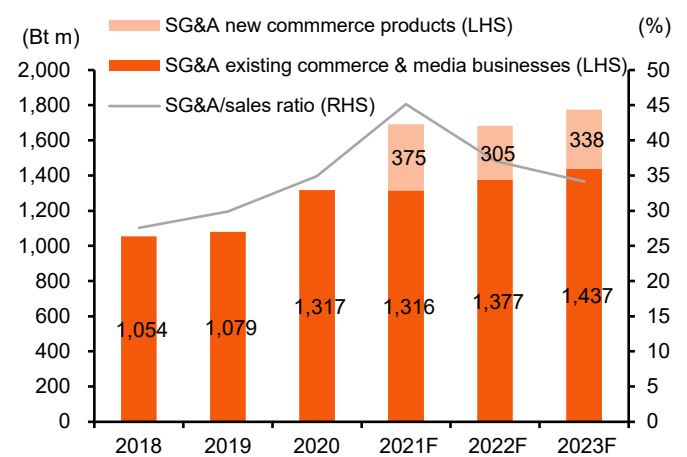
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Revenue And Margin Forecasts



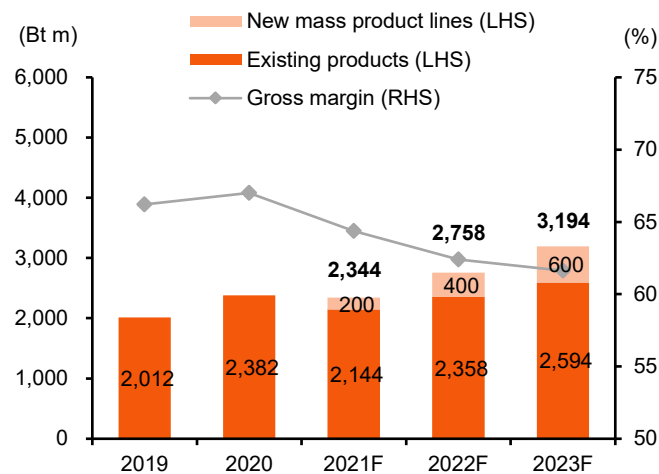
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: SG&A Expense Ratio To Fall



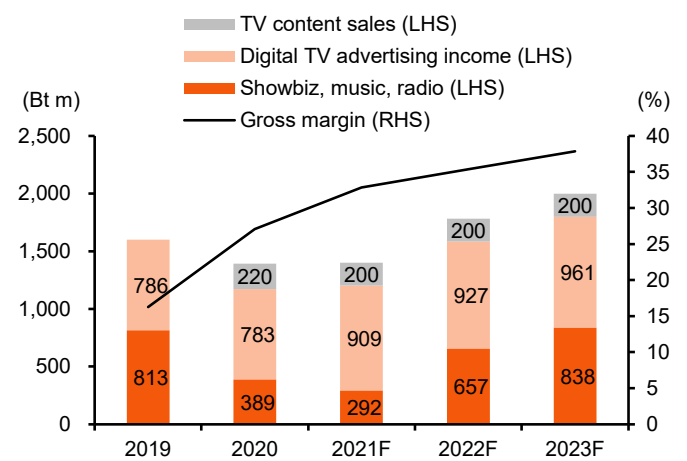
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Commerce Revenue And Margin Forecasts



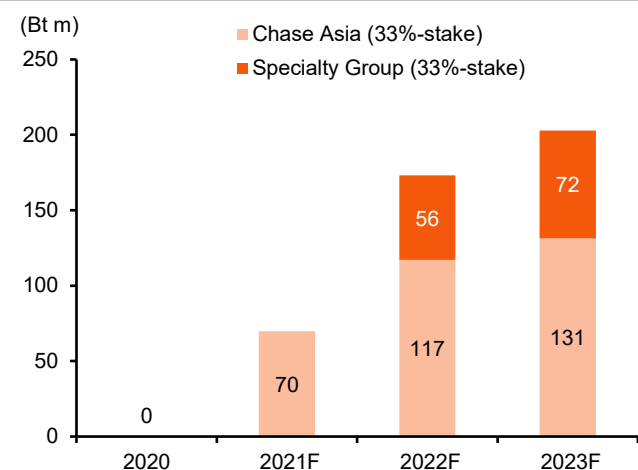
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Media Revenue And Margin Forecasts



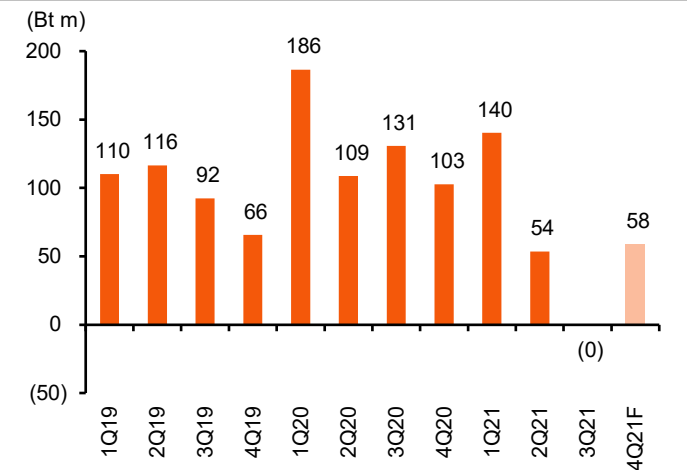
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Equity Income Forecasts



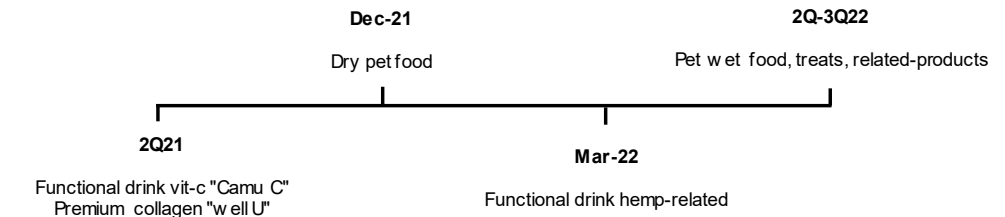
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: 4Q21F Earnings Turnaround



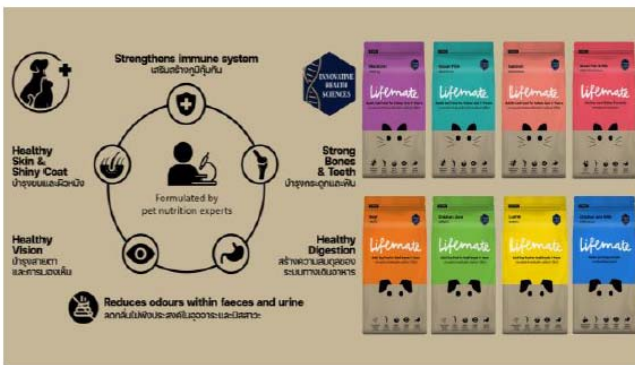
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: RS's Timeline For New Product Lines



Source: Company data

Ex 20: RS's Dry Pet Food



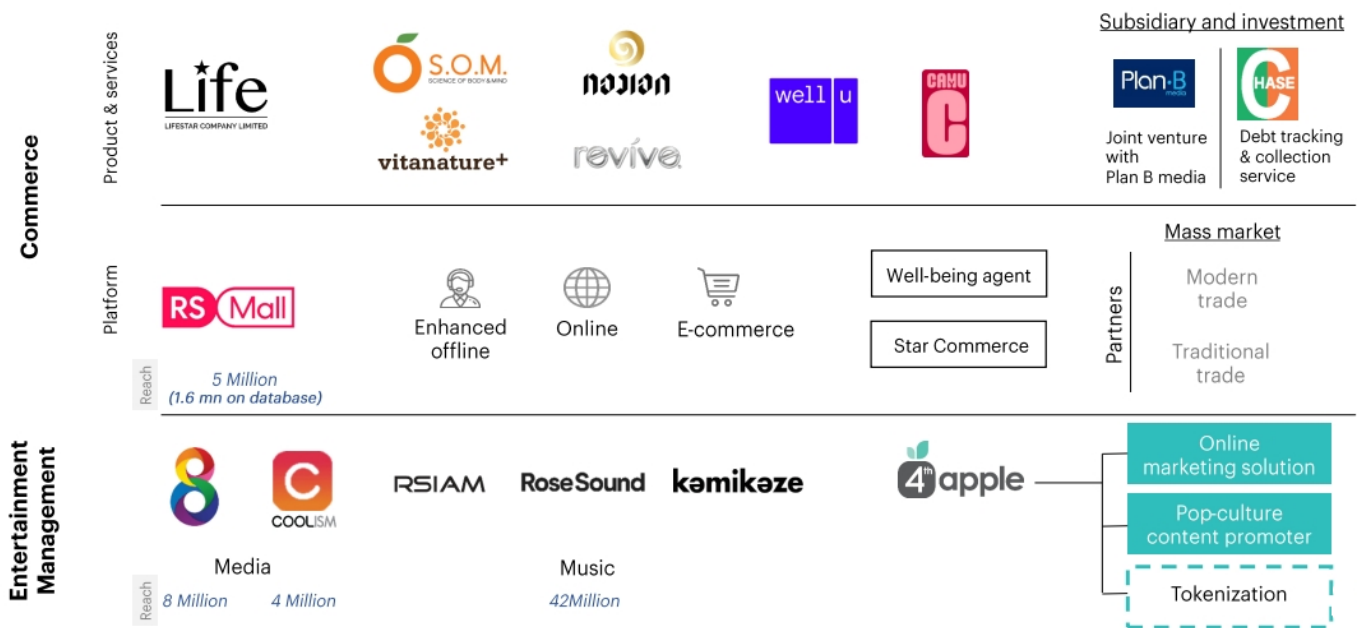
Source: Company data

Ex 21: RS's Dry Pet Food



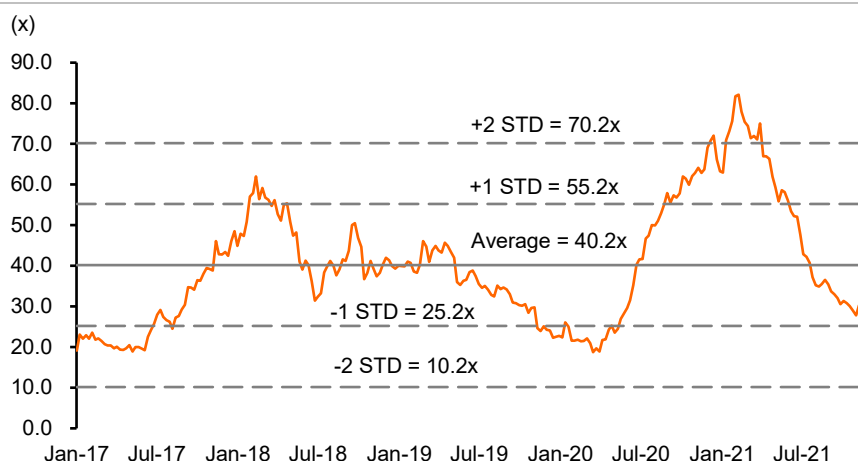
Source: Thanachart

Ex 22: RS's Entertainmerce Model



Source: Company data

Ex 23: RS's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 24: 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	1,183	1,590	1,618	1,667	1,763	1,970	2,245	2,499	2,831	3,134	3,457	—
Free cash flow	576	901	908	945	1,068	1,170	1,402	1,603	1,877	2,115	2,381	37,184
PV of free cash flow	574	779	729	705	725	735	815	862	935	975	967	15,103
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	7.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	23,905											
Net debt (2021F)	1,986											
Minority interest	2											
Equity value	21,916											
# of shares (m)	972											
Equity Value / Share	23.0											
Investment:												
Chase Asia	4.2											
Specialty group	2.0											
DCF-derived SOTP-based TP (Bt/share)	29											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 25: 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	na	21.8	1.1	1.1	12.2	6.5	0.7	1.5
Sun TV Network	SUNTV IN	India	9.2	10.3	12.4	11.3	2.7	2.5	7.4	6.6	4.3	4.9
Zee Entertainment	Z IN	India	58.8	25.0	24.9	19.9	2.9	2.6	15.9	13.1	1.0	1.2
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	21.1	12.3	17.5	15.5	5.0	4.1	13.2	11.9	3.5	2.4
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	15.6	15.6	6.0	5.2	0.8	0.7	4.2	3.9	2.0	3.6
Beijing Gehua	600037 CH	China	(15.3)	140.0	76.0	31.7	0.8	0.8	4.8	3.6	0.4	1.1
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	40.3	13.5	9.6	0.8	0.8	2.6	2.5	0.4	0.7
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	43.8	44.4	30.9	4.9	4.7	9.6	8.6	2.0	2.9
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	20.9	15.5	2.3	2.2	12.0	9.4	2.9	5.1
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	na	na	56.7	4.0	3.8	10.7	8.7	0.0	0.9
RS Pcl*	RS TB	Thailand	(52.4)	154.2	81.7	32.1	9.5	8.4	29.9	17.7	1.0	2.5
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	144.5	113.3	128.4	60.2	3.4	3.3	100.1	53.7	0.2	0.3
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	Na	na	na	271.9	2.2	2.2	15.4	13.0	0.0	0.2
Bangkok Com. Asset*	BAM TB	Thailand	30.2	19.6	27.2	22.8	1.5	1.5			2.5	2.6
JMT Network Services	JMT TB	Thailand	14.8	31.6	46.4	35.2	7.0	5.6	36.8	28.5	1.2	1.5
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	21.1	41.3	48.8	34.6	4.5	3.6	29.3	18.9	0.4	0.6
Beauty Community	BEAUTY TB	Thailand	25.1	na	na	50.3	6.0	5.8	na	28.6	na	2.0
Do Day Dream	DDD TB	Thailand	na	na	na	60.4	1.2	1.2	na	22.5	5.1	1.5
Karmarts	KAMART TB	Thailand	(27.1)	54.6	33.6	21.8	3.4	3.3	19.6	14.2	3.0	4.3
Average			20.5	52.6	41.6	42.5	3.4	3.1	20.2	15.1	1.7	2.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

Based on 30-Nov-21 closing prices

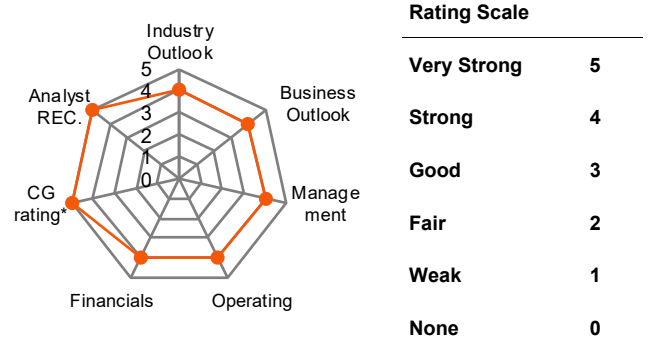
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจรีเทล สื่อและธุรกิจบันเทิงที่หลากหลาย บริษัท และบริษัทย่อย ผลิตเพลงในรูปแบบดิจิทัล มีวสิค, รายการทีวีดาวเทียม, รายการทีวีดิจิทัล, รายการวิทยุ, คอนเสิร์ต และงานอีเวนท์ รวมทั้งธุรกิจใหม่ multi-platform commerce (ธุรกิจผลิตภัณฑ์เพื่อความงาม ผลิตภัณฑ์อาหารเสริมเพื่อสุขภาพ และผลิตภัณฑ์ไลฟ์สไตล์) RS ได้ลงทุนถือหุ้นในสัดส่วน 35% ใน Chase Asia ประกอบธุรกิจติดตามหนี้ และบริหารจัดการหนี้ (AMC)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจบันเทิงแบบครบวงจร และธุรกิจพาณิชย์
- ปรับตัวตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงความต้องการของผู้บริโภคได้อย่างรวดเร็ว
- จับตลาดหลากหลายทั่วประเทศ

O — Opportunity

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

W — Weakness

- ฟังพาดการบริโภคในประเทศเป็นหลัก
- ฟังพาดสินที่มีชื่อเสียง

T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมของธุรกิจสื่อกระจายเสียง
- เทคโนโลยีและความต้องการของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลง
- การละเมิดลิขสิทธิ์ในผลิตภัณฑ์ของบริษัท
- ความเสี่ยงจากแผนแม่บทกิจการกระจายเสียงและกิจการโทรทัศน์ของ กสทช.

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.33	29.00	36%
Net profit 21F (Bt m)	297	251	-15%
Net profit 22F (Bt m)	606	639	5%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเรต่ำกว่าตลาด 15% เนื่องจากเรารวมผลกระทบของโควิด-19 ระลอกใหม่ และการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของการบริโภค
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 36% สะท้อนมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราต่อการเติบโตของธุรกิจพาณิชย์และผลการดำเนินงานของ Chase Asia และ Specialty Group ในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยง หากรายได้ค่าปลี่ยนน้อยกว่าที่เราคาดไว้ และค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่มากกว่าคาด
- มีความเสี่ยง หากมีการกำหนดข้อบังคับใหม่เกี่ยวกับโฆษณา ผลิตภัณฑ์ความงามและสุขภาพที่ปรากฏในสื่อ
- มีความเสี่ยง หากผลประกอบการธุรกิจทีวีดิจิทัลต่ำกว่าที่เราประมาณการไว้ ซึ่งมาจากการบริโภคภายในประเทศที่ซบเซา และการแข่งขันที่รุนแรง
- มีความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานของ Chase Asia และ Specialty Group ไม่เป็นไปตามคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,611	3,774	3,746	4,542	5,193
Cost of sales	2,020	1,769	1,776	2,202	2,499
Gross profit	1,591	2,006	1,969	2,340	2,694
% gross margin	44.1%	53.1%	52.6%	51.5%	51.9%
Selling & administration expenses	1,079	1,317	1,691	1,682	1,774
Operating profit	513	689	278	658	920
% operating margin	14.2%	18.3%	7.4%	14.5%	17.7%
Depreciation & amortization	577	534	473	607	754
EBITDA	1,089	1,223	752	1,265	1,674
% EBITDA margin	30.2%	32.4%	20.1%	27.8%	32.2%
Non-operating income	11	17	7	9	10
Non-operating expenses	(6)	(4)	0	0	0
Interest expense	(35)	(36)	(59)	(85)	(84)
Pre-tax profit	483	666	227	582	846
Income tax	97	137	45	116	169
After-tax profit	385	528	181	466	677
% net margin	10.7%	14.0%	4.8%	10.3%	13.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	70	173	203
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(21)	0	0	0	0
NET PROFIT	363	528	251	639	880
Normalized profit	384	528	251	639	880
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.3	0.7	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.3	0.7	0.9

*We expect earnings
turnaround from 4Q21F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,117	1,174	1,397	1,660	1,966
Cash & cash equivalent	328	200	200	200	300
Account receivables	516	711	872	1,058	1,209
Inventories	259	229	292	362	411
Others	13	33	33	40	46
Investments & loans	4	4	1,643	1,643	1,643
Net fixed assets	504	642	647	622	451
Other assets	1,782	2,697	2,491	2,701	2,846
Total assets	3,407	4,516	6,179	6,625	6,906
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,266	1,814	2,851	3,063	3,144
Account payables	651	1,016	1,168	1,448	1,643
Bank overdraft & ST loans	530	620	1,530	1,449	1,334
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	84	178	152	166	167
Total LT debt	236	156	656	621	572
Others LT liabilities	178	543	517	503	481
Total liabilities	1,680	2,512	4,024	4,188	4,196
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)
Retained earnings	430	867	1,018	1,301	1,574
Shareholders' equity	1,725	2,002	2,153	2,435	2,708
Liabilities & equity	3,407	4,516	6,179	6,625	6,906

Sources: Company data, Thanachart estimates

Chase Asia investment, specialty investment and normal capex planned for commerce business

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	483	666	227	582	846
Tax paid	(97)	(137)	(45)	(116)	(169)
Depreciation & amortization	577	534	473	607	754
Chg In working capital	(19)	200	(72)	24	(5)
Chg In other CA & CL / minorities	(0)	69	44	179	197
Cash flow from operations	943	1,331	627	1,276	1,623
Capex	(749)	(593)	(400)	(500)	(500)
Right of use	0	(551)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(0)	0	(1,639)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3)	(74)	123	(284)	(231)
Cash flow from investments	(752)	(1,218)	(1,936)	(804)	(751)
Debt financing	108	10	1,410	(116)	(165)
Capital increase	26	0	(0)	0	0
Dividends paid	(388)	(96)	(101)	(356)	(608)
Warrants & other surplus	52	(155)	0	0	0
Cash flow from financing	(201)	(241)	1,310	(472)	(773)
Free cash flow	194	738	227	776	1,123

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

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	53.4	38.8	81.7	32.1	23.3
Normalized PE - at target price (x)	73.4	53.4	112.2	44.2	32.0
PE (x)	56.5	38.8	81.7	32.1	23.3
PE - at target price (x)	77.6	53.4	112.2	44.2	32.0
EV/EBITDA (x)	19.2	17.2	29.9	17.7	13.2
EV/EBITDA - at target price (x)	26.3	23.5	40.2	23.8	17.8
P/BV (x)	11.9	10.2	9.5	8.4	7.6
P/BV - at target price (x)	16.4	14.1	13.1	11.6	10.4
P/CFO (x)	21.8	15.4	32.7	16.1	12.6
Price/sales (x)	5.7	5.4	5.5	4.5	4.0
Dividend yield (%)	1.4	0.0	1.0	2.5	3.4
FCF Yield (%)	0.9	3.6	1.1	3.8	5.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.3	0.7	0.9
EPS	0.4	0.5	0.3	0.7	0.9
DPS	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7
BV/share	1.8	2.1	2.2	2.5	2.8
CFO/share	1.0	1.4	0.6	1.3	1.7
FCF/share	0.2	0.8	0.2	0.8	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.6)	4.5	(0.8)	21.3	14.3
Net profit (%)	(29.6)	45.4	(52.4)	154.2	37.8
EPS (%)	(35.1)	45.4	(52.4)	154.2	37.8
Normalized profit (%)	(12.7)	37.4	(52.4)	154.2	37.8
Normalized EPS (%)	(19.6)	37.4	(52.4)	154.2	37.8
Dividend payout ratio (%)	80.3	0.0	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.1	53.1	52.6	51.5	51.9
Operating margin (%)	14.2	18.3	7.4	14.5	17.7
EBITDA margin (%)	30.2	32.4	20.1	27.8	32.2
Net margin (%)	10.7	14.0	4.8	10.3	13.0
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	1.0	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.9	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	14.8	19.1	4.7	7.7	11.0
Interest coverage - EBITDA (x)	31.5	33.9	12.8	14.9	20.0
ROA - using norm profit (%)	10.3	13.3	4.7	10.0	13.0
ROE - using norm profit (%)	22.6	28.4	12.1	27.8	34.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.7	28.3	8.7	20.3	26.3
- asset turnover (x)	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	14.3	18.6	7.6	14.7	17.9
- leverage (x)	2.2	2.1	2.6	2.8	2.6
- interest burden (%)	93.3	94.9	79.4	87.3	91.0
- tax burden (%)	79.8	79.4	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	20.6	25.3	8.6	12.7	17.1
NOPAT (Bt m)	409	547	223	526	736
invested capital (Bt m)	2,163	2,578	4,139	4,306	4,314

Improving operating margin due to better sales and lower SG&A/sales ratio

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ 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

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิปัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรัชชา ศรทรง

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 ผู้พิพัฒนศิริกุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

naripom.kla@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล

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 จิตกุล

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 สถาพร

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
