

BUY (Unchanged)

TP: Bt 25.00

(From: Bt 29.00)

Change in Numbers

Upside : 35.1%

26 JANUARY 2022

RS Public Co Ltd (RS TB)

ปีของการฟื้นตัว

RS ประกาศแผนการเติบโตในปีใหม่จากการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ การขยายเข้าสู่ mass market และสร้าง entertainmerce ecosystem เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งในปีใหม่ หลังกำไรสะดุดจากโควิดกระทบยอดขาย และมีค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงมาก คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยฟื้นตัวหลังโควิด



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร แต่คงคำแนะนำ "ซื้อ"

ผลการดำเนินงาน 4Q21 ของ RS มีแนวโน้มที่จะขาดทุนมากขึ้น q-q ที่ 45 ลบ. เทียบกับเดิมที่เราคาดว่าจะมีกำไร 58 ลบ. โดยมีปัจจัยกดดันที่สำคัญ คือ รายได้โฆษณาที่ลดลง ปัญหาคอลเซ็นเตอร์ในช่วงที่มีการติดเชื้อโควิดสูงส่งผลกระทบต่อธุรกิจพาณิชย์ที่มีอยู่ และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ/ความงาม เมื่อรวมกับการระบาดของโอไมครอน และส่วนแบ่งกำไรจาก Specialty ที่เข้ามาล่าช้า เราจึงปรับลดกำไรลง 40/25/25% ในปี 2021-23F และปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022F เหลือ 25 บาท (จาก 29 บาท) เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" และมองว่า RS เป็นหุ้นที่ฟื้นตัวหลังโควิดสิ้นสุดลง เนื่องจากผลิตภัณฑ์ใหม่จะขายดีขึ้น เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 222/39% ในปี 2022-23F ด้วยการเติบโตนี้ เราไม่คิดว่าการซื้อขายที่ 38/27 เท่า PE นั้นสูงไป

ปี 2022F - ปีของการฟื้นตัว

RS ประกาศแผนฟื้นฟูการเติบโตในปี 2022 สำหรับธุรกิจพาณิชย์ด้วยการขยายแบรนด์ของตัวเองสู่ mass market และธุรกิจบันเทิง 1) RS กำลังรวมแบรนด์ผลิตภัณฑ์เสริมเพื่อสุขภาพ/ความงามอื่นๆ ไว้ภายใต้ Well U และผลิตภัณฑ์สารสกัดจากสมุนไพรไว้ภายใต้ Vitanature+ และขยายช่องทางการขายจาก RSmall (ช่อง 8, คอลเซ็นเตอร์, ออนไลน์) ไปสู่โมเดิร์นเทรด และร้านค้าปลีกเฉพาะอย่าง (Specialty Store) 2) เปิดตัวสินค้าใน 2Q21 ในร้านสะดวกซื้อ (ส่วนใหญ่ใน 7-11) ทั่วประเทศ ปรับปรุงรสชาติของเครื่องดื่มวิตามินซี "Camu C" ใหม่ และมี SKUs ใหม่ 3 รายการ ซึ่งรวมถึง กัญชง ตั้งแต่ปลาย 1Q22 3) อาหารสัตว์เลี้ยงแบรนด์ "Lifemate" ซึ่งเปิดตัวในปลายปี 2021 จะต้องมี SKU เพิ่มอีก 5 รายการ (อาหารเปียก ขนมขบเคี้ยว สินค้าไลฟ์สไตล์) 4) ในด้านความบันเทิง RS กำลังพัฒนา Popcoin ในฐานะเป็นสมาร์ตมาร์เก็ตติ้งแพลตฟอร์มที่จะเข้ามาทำ Ecosystem ของ RS ขยายใหญ่ขึ้น มีประสิทธิภาพสูงสุด และสร้างการเติบโตใหม่ให้แก่งานธุรกิจในเครือ โดยมีผู้ใช้ลงทะเบียน 7 แสนคน

คาด EPS เติบโต 222/39% ในปี 2022-23F

เราคาดว่า EPS จะฟื้นตัวที่ 222/39% ในปี 2022-23F จาก 1) ยอดขายของธุรกิจพาณิชย์ (60% ของรายได้ปี 2022F) ที่เติบโต 10/12% ซึ่ง 84% มาจากแพลตฟอร์มการค้าที่มีอยู่ ซึ่งคาดว่ารายได้จะเติบโต 0/5% ส่วนที่เหลือ 25% เป็นผลิตภัณฑ์ใหม่ใน mass market ซึ่งเราคาดว่าจะมีรายได้ 400/600 ลบ. ต่อปี ในปี 2022-23F จาก 182 ลบ. ในปี 2021F 2) ต้นทุนทางการตลาดที่ลดลงสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ด้วยมีรายได้สูงขึ้น 3) ส่วนแบ่งกำไรจาก Chase Asia และ Specialty Group ที่เติบโต 4) การฟื้นตัวของธุรกิจวิทยุและอีเวนต์ ขณะที่มี Upside จากรายได้เพิ่มเติมจาก Popcoin

มติ M&A 1-2 ตีลในปีใหม่

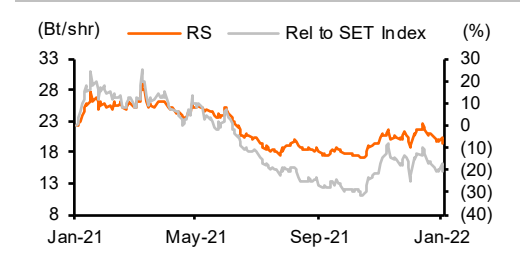
มีรายงานข่าวในหนังสือพิมพ์ว่า RS จะซื้อธุรกิจขายตรงของยูนิลีเวอร์มูลค่า 900 ลบ. หากเป็นจริง เราเชื่อว่าน่าจะเป็น Unilever Life ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มขายตรงสำหรับการตลาดหลายระดับที่มีกลุ่มผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงามระดับพรีเมียมที่แข็งแกร่ง ซึ่งสามารถสนับสนุน exclusive distribution networks (EDNs) ของ RS ที่เริ่มดำเนินการเมื่อปีที่แล้ว อิงจากบริษัทขายตรงรายอื่น เราคำนวณมูลค่าการลงทุนที่ PE ที่ 10-13 เท่า ซึ่งเรามองว่าเป็นราคาที่เหมาะสม

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่ในสาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,774	3,606	4,248	4,675
Net profit	528	148	477	664
Consensus NP	—	199	564	711
Diff frm cons (%)	—	(25.5)	(15.4)	(6.7)
Norm profit	528	148	477	664
Prev. Norm profit	—	251	639	880
Chg frm prev (%)	—	(41.1)	(25.3)	(24.6)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.2	0.5	0.7
Norm EPS grw (%)	37.4	(72.0)	222.1	39.1
Norm PE (x)	34.1	121.5	37.7	27.1
EV/EBITDA (x)	15.2	30.9	18.4	13.8
P/BV (x)	9.0	8.6	7.8	7.1
Div yield (%)	0.0	0.7	2.1	3.0
ROE (%)	28.4	7.2	21.6	27.4
Net D/E (%)	28.7	63.8	79.5	60.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 26-Jan-22 (Bt)	18.50
Market Cap (US\$ m)	545.7
Listed Shares (m shares)	972.5
Free Float (%)	60.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.0
12M Price H/L (Bt)	29.00/17.00
Sector	COMM
Major Shareholder	Chetchotisak Family 23.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

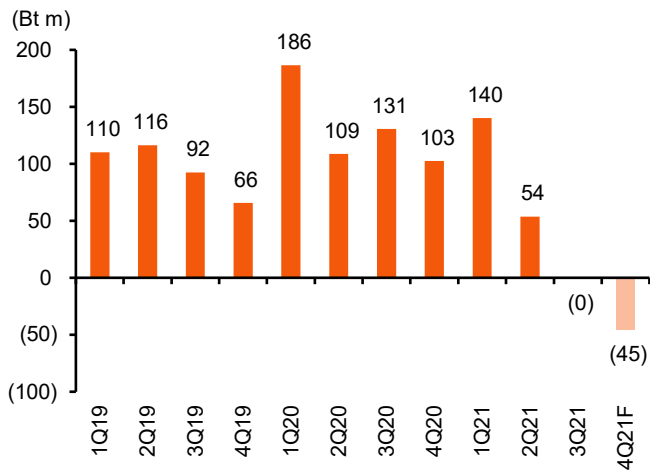


Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Total revenue (Bt m)					
New	3,611	3,774	3,606	4,248	4,675
Old			3,746	4,542	5,193
Change (%)			(3.7)	(6.5)	(10.0)
Entertainment revenue (Bt m)					
New	1,599	1,392	1,326	1,750	1,872
Old			1,402	1,783	1,999
Change (%)			(5.4)	(1.9)	(6.4)
Commerce revenue (Bt m) - new products					
New			182	400	600
Old			200	400	600
Change (%)			(9.0)	—	—
Commerce revenue (Bt m) - existing products					
New	0	0	2,099	2,099	2,203
Old			2,144	2,358	2,594
Change (%)			(2.1)	(11.0)	(15.1)
Average gross profit margin (%)					
New	44.1	53.1	50.3	48.0	47.5
Old			52.6	51.5	51.9
Equity income (Bt m)					
New	0	0	70	159	203
Old			70	173	203
Change (%)			—	(8.1)	—
Normalized profit (Bt m)					
New	384	528	148	477	664
Old			251	639	880
Change (%)			(41.1)	(25.3)	(24.6)

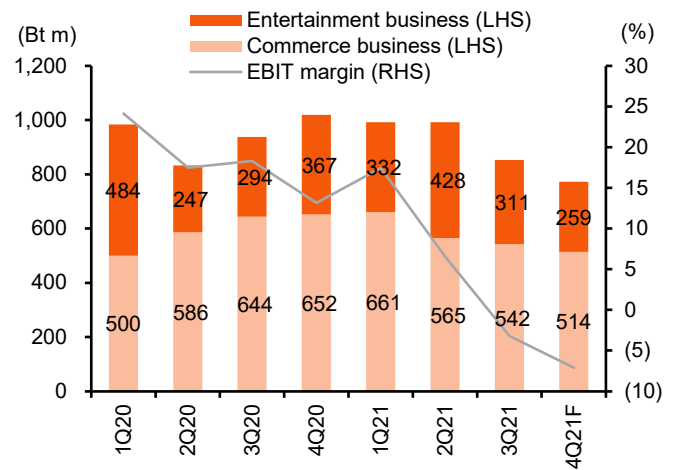
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 4Q21F Likely To See A Larger Loss



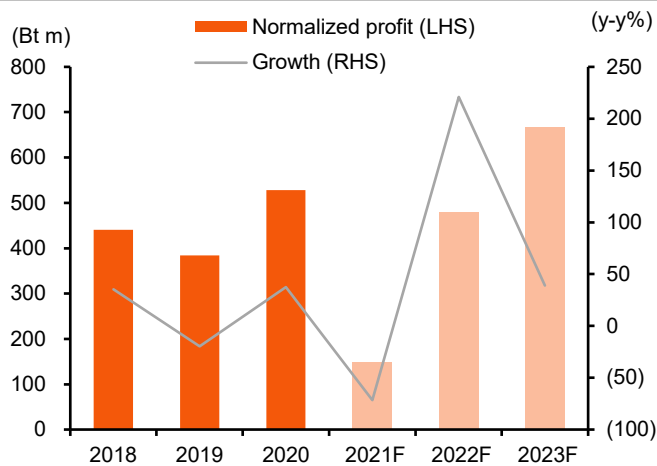
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Revenue And Margin Quarterly



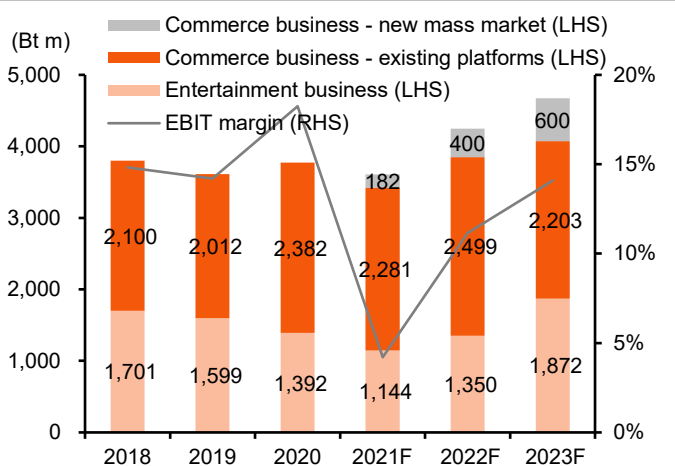
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: We Expect An Earnings Turnaround From 2022F



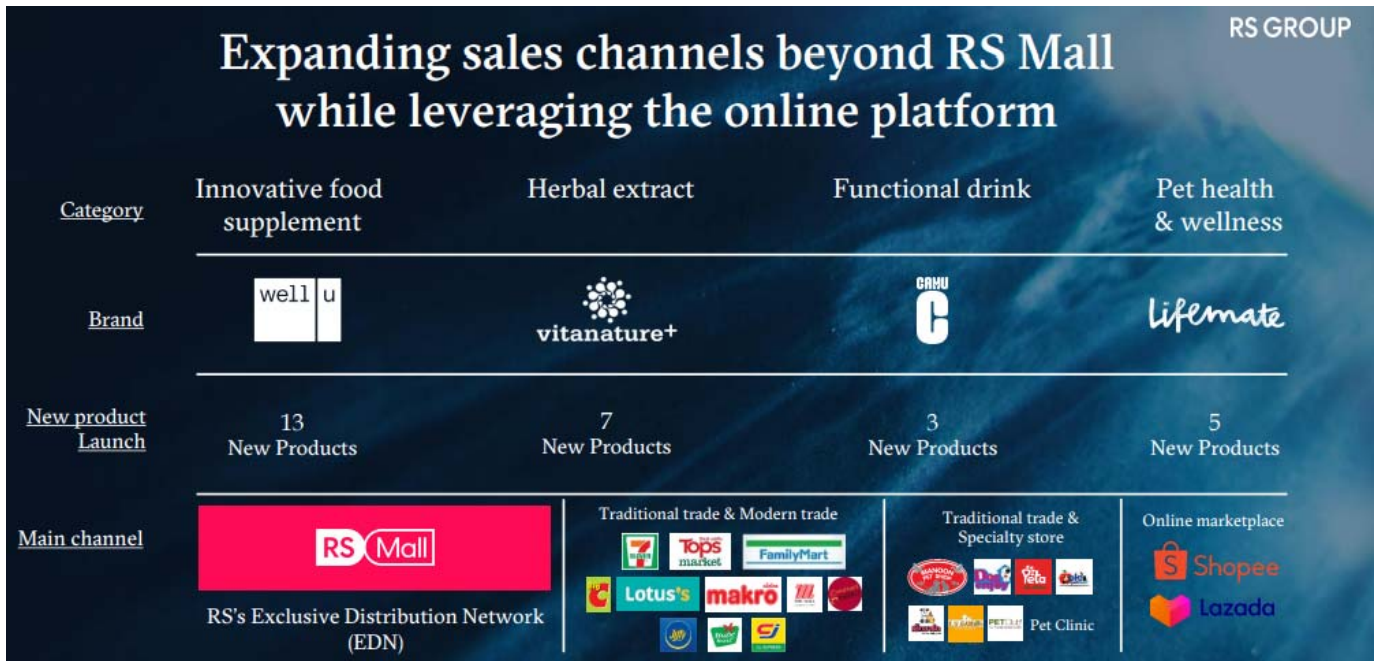
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue Estimates In 2021-23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: RS's Commerce Portfolio



Source: Company data

Ex 7: Unilever Life Product Examples



Source: Unilever Life

Ex 8: 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	999	1,329	1,397	1,498	1,551	1,785	2,029	2,239	2,515	2,755	3,001	—
Free cash flow	(197)	714	757	825	866	1,038	1,240	1,405	1,637	1,824	2,030	31,706
PV of free cash flow	(196)	617	608	616	588	652	721	756	815	841	825	12,878
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	7.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	19,720											
Net debt (2021F)	1,335											
Minority interest	2											
Equity value	18,382											
# of shares (m)	972											
Equity value / share	18.9											
Investment:												
Chase Asia	4.2											
Specialty group	1.5											
DCF-derived SOTP TP	25											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: 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	20.4	1.1	1.0	11.8	6.1	0.8	1.9
Sun TV Network	SUNTV IN	India	10.3	8.2	11.2	10.3	2.4	2.2	6.5	5.7	4.7	5.3
Zee Entertainment	Z IN	India	58.9	25.0	21.8	17.5	2.5	2.3	14.0	11.4	1.2	1.4
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	17.4	11.2	15.3	13.7	4.2	3.4	11.4	10.5	3.7	2.8
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	18.6	14.7	5.3	4.6	0.7	0.6	4.0	3.7	2.5	4.1
Beijing Gehua	600037 CH	China	15.3	140.0	78.5	32.7	0.9	0.8	5.3	4.0	0.4	1.0
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	40.3	12.2	8.7	0.8	0.7	2.3	2.2	0.5	1.7
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	43.8	42.5	29.6	4.7	4.5	9.2	8.3	2.1	3.0
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	21.7	16.1	2.4	2.3	12.4	9.7	2.8	5.0
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	na	na	68.9	4.9	4.6	13.2	10.7	0.0	0.7
RS Pcl*	RS TB	Thailand	(72.0)	222.1	121.5	37.7	8.6	7.8	30.9	18.4	0.7	2.1
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	(85.7)	144.5	260.1	106.4	2.9	2.8	119.7	83.0	0.4	0.2
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	275.5	2.2	2.2	15.7	13.2	0.0	0.2
Bangkok Com. Asset*	BAM TB	Thailand	30.2	19.6	27.1	22.7	1.5	1.5	na	na	2.5	2.6
JMT Network Services	JMT TB	Thailand	9.1	31.3	50.9	38.8	6.4	5.3	43.2	33.5	1.1	1.5
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	24.2	39.1	50.0	35.9	4.7	3.8	31.3	20.2	0.4	0.6
Beauty Community	BEAUTY TB	Thailand	25.1	na	na	51.3	6.2	5.9	na	29.1	0.0	1.9
Do Day Dream	DDD TB	Thailand	na	na	na	58.2	1.2	1.2	na	21.5	5.3	1.5
Karmarts	KAMART TB	Thailand	(27.1)	54.6	33.3	21.5	3.4	3.2	19.4	14.0	3.0	4.4
Average			2.0	59.2	53.7	45.8	3.2	3.0	21.9	17.0	1.7	2.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

Based on 26-Jan-22 closing prices

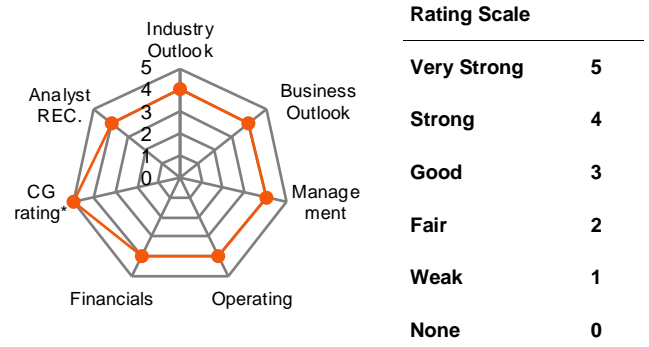
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจรีเทล สื่อและธุรกิจบันเทิงที่หลากหลาย บริษัท และบริษัทย่อย ผลิตเพลงในรูปแบบดิจิทัล มีลิขสิทธิ์, รายการทีวีดาวเทียม, รายการทีวีดิจิทัล, รายการวิทยุ, คอนเสิร์ต และงานอีเวนต์ 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
- ใช้ประโยชน์จากฐานผู้ชมของ 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)	21.62	25.00	16%
Net profit 21F (Bt m)	199	148	-26%
Net profit 22F (Bt m)	564	477	-15%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด 26/15% เนื่องจากเรารวมผลกระทบของโควิด และให้สมมติฐานยอดขายสินค้าใหม่ที่มีระดับระว่างมากขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 16% สะท้อนมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราต่อการเติบโตของธุรกิจพาณิชย์และผลการดำเนินงานของ Chase Asia และ Specialty Group ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยง หากรายได้ค่าปลีกและอัตราค่าใรน้อยกว่าที่เราคาดไว้
- มีความเสี่ยง หากมีการกำหนดข้อบังคับใหม่เกี่ยวกับโฆษณา ผลิตภัณฑ์ความงามและสุขภาพที่ปรากฏในสื่อ
- มีความเสี่ยง หากผลประกอบการธุรกิจทีวีดิจิทัลต่ำกว่าที่เราประมาณการไว้ ซึ่งมาจากการบริโภคภายในประเทศที่ซบเซา และการแข่งขันที่รุนแรง
- มีความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานของ Chase Asia และ Specialty Group ไม่เป็นไปตามคาด เนื่องจากการซื้อหนี้ใหม่ และ/หรือประสิทธิภาพในการเก็บหนี้ที่ต่ำกว่าที่คาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,611	3,774	3,606	4,248	4,675
Cost of sales	2,020	1,769	1,792	2,210	2,453
Gross profit	1,591	2,006	1,814	2,038	2,222
% gross margin	44.1%	53.1%	50.3%	48.0%	47.5%
Selling & administration expenses	1,079	1,317	1,662	1,564	1,563
Operating profit	513	689	152	474	659
% operating margin	14.2%	18.3%	4.2%	11.2%	14.1%
Depreciation & amortization	577	534	473	607	754
EBITDA	1,089	1,223	625	1,080	1,414
% EBITDA margin	30.2%	32.4%	17.3%	25.4%	30.2%
Non-operating income	11	17	7	8	9
Non-operating expenses	(6)	(4)	0	0	0
Interest expense	(35)	(36)	(61)	(85)	(93)
Pre-tax profit	483	666	98	397	576
Income tax	97	137	20	79	115
After-tax profit	385	528	78	318	461
% net margin	10.7%	14.0%	2.2%	7.5%	9.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	70	159	203
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(21)	0	0	0	0
NET PROFIT	363	528	148	477	664
Normalized profit	384	528	148	477	664
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.2	0.5	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.2	0.5	0.7

*Turnaround in earnings
driven by entertainment
and commerce businesses*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	1,117	1,174	1,356	1,548	1,787
Cash & cash equivalent	328	200	200	200	300
Account receivables	516	711	830	978	1,076
Inventories	259	229	295	333	370
Others	13	33	32	37	41
Investments & loans	4	4	968	1,643	1,643
Net fixed assets	504	642	647	622	451
Other assets	1,782	2,697	2,431	2,575	2,623
Total assets	3,407	4,516	5,403	6,388	6,504
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,266	1,814	2,338	2,965	2,968
Account payables	651	1,016	1,115	1,375	1,526
Bank overdraft & ST loans	530	620	1,075	1,431	1,288
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	84	178	149	159	155
Total LT debt	236	156	461	613	552
Others LT liabilities	178	543	511	490	456
Total liabilities	1,680	2,512	3,310	4,068	3,977
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	956	1,183	1,391
Shareholders' equity	1,725	2,002	2,091	2,318	2,525
Liabilities & equity	3,407	4,516	5,403	6,388	6,504

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Chase Asia investment,
Specialty Group and normal
capex planned for
commerce business*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	483	666	98	397	576
Tax paid	(97)	(137)	(20)	(79)	(115)
Depreciation & amortization	577	534	473	607	754
Chg In working capital	(19)	200	(86)	74	16
Chg In other CA & CL / minorities	(0)	69	43	164	195
Cash flow from operations	943	1,331	508	1,162	1,426
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	(964)	(675)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3)	(74)	176	(226)	(145)
Cash flow from investments	(752)	(1,218)	(1,208)	(1,421)	(665)
Debt financing	108	10	759	509	(205)
Capital increase	26	0	(0)	0	0
Dividends paid	(388)	(96)	(59)	(250)	(456)
Warrants & other surplus	52	(155)	0	0	0
Cash flow from financing	(201)	(241)	700	259	(661)
Free cash flow	194	738	108	662	926

VALUATION

*We expect RS's PE to fall in
2022-23F on the back of
strong earnings growth*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	46.8	34.1	121.5	37.7	27.1
Normalized PE - at target price (x)	63.2	46.0	164.2	51.0	36.6
PE (x)	49.5	34.1	121.5	37.7	27.1
PE - at target price (x)	66.9	46.0	164.2	51.0	36.6
EV/EBITDA (x)	16.9	15.2	30.9	18.4	13.8
EV/EBITDA - at target price (x)	22.7	20.4	41.0	24.2	18.3
P/BV (x)	10.4	9.0	8.6	7.8	7.1
P/BV - at target price (x)	14.1	12.1	11.6	10.5	9.6
P/CFO (x)	19.1	13.5	35.4	15.5	12.6
Price/sales (x)	5.0	4.8	5.0	4.2	3.8
Dividend yield (%)	1.6	0.0	0.7	2.1	3.0
FCF Yield (%)	1.1	4.1	0.6	3.7	5.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.2	0.5	0.7
EPS	0.4	0.5	0.2	0.5	0.7
DPS	0.3	0.0	0.1	0.4	0.5
BV/share	1.8	2.1	2.1	2.4	2.6
CFO/share	1.0	1.4	0.5	1.2	1.5
FCF/share	0.2	0.8	0.1	0.7	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.6)	4.5	(4.4)	17.8	10.0
Net profit (%)	(29.6)	45.4	(72.0)	222.1	39.1
EPS (%)	(35.1)	45.4	(72.0)	222.1	39.1
Normalized profit (%)	(12.7)	37.4	(72.0)	222.1	39.1
Normalized EPS (%)	(19.6)	37.4	(72.0)	222.1	39.1
Dividend payout ratio (%)	80.3	0.0	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.1	53.1	50.3	48.0	47.5
Operating margin (%)	14.2	18.3	4.2	11.2	14.1
EBITDA margin (%)	30.2	32.4	17.3	25.4	30.2
Net margin (%)	10.7	14.0	2.2	7.5	9.9
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.7	0.9	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.6	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	14.8	19.1	2.5	5.6	7.1
Interest coverage - EBITDA (x)	31.5	33.9	10.2	12.7	15.2
ROA - using norm profit (%)	10.3	13.3	3.0	8.1	10.3
ROE - using norm profit (%)	22.6	28.4	7.2	21.6	27.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.7	28.3	3.8	14.4	19.0
- asset turnover (x)	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	14.3	18.6	4.4	11.4	14.3
- leverage (x)	2.2	2.1	2.4	2.7	2.7
- interest burden (%)	93.3	94.9	61.5	82.4	86.1
- 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	4.7	11.1	12.7
NOPAT (Bt m)	409	547	122	379	527
invested capital (Bt m)	2,163	2,578	3,426	4,162	4,065

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, 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, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิजरกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระจาด

จักร เรื่องสินภิญญา
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 บุณนาค
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

สรชดา 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
siripom.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี 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
sunset.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