BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 20.00 (From: Bt 25.00)

Upside : 15.6%

25 APRIL 2022

Small Cap Research

RS Public Co Ltd (RS TB)

พลิกฟื้น

การขยายตัวของ RS สู่ตลาดใหญ่ (Mass Market) ยังไม่ประสบความสำเร็จ และบริษัทฯ กำลังกำหนดกลยุทธ์ใหม่ อย่างไรก็ตามเราคาดว่ากำไรของ RS จะฟื้นตัวจากค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่ลดลงอย่างมาก ธุรกิจสื่อที่ดีขึ้น และกำไรจากสองกิจการที่เข้าซื้อหุ้น คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 20 บาท

RATA LIMSUTHIWANPOOM
662 – 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

กลับคืนสู่สามัญ

ความพยายามของ RS ในการเข้าสู่ตลาดใหญ่ (mass market) ผ่านการขายผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มในโมเดิร์นเทรด การขายผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงามผ่านเครือข่ายตัวแทน และอาหารสัตว์เลี้ยงในร้านค้าแบบดั้งเดิมยังไม่สัมฤทธิ์ผล บริษัทฯ กำลังกำหนดกลยุทธ์ใหม่ โดยหยุดขายผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงามผ่านเครือข่ายตัวแทน และเพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงในแพลตฟอร์มที่มีอยู่ เนื่องจากการขายเครื่องดื่มและอาหารสัตว์เลี้ยงของบริษัทฯ ยังไม่ได้สร้างกำไรมากนัก เราจึงไม่ได้รวมกำไรมากนัก เราคาดว่ากำไรของ RS จะฟื้นตัวจากการลดลงอย่างมากของค่าใช้จ่ายทางการตลาด การฟื้นตัวของธุรกิจสื่อ ธุรกิจพาณิชย์ที่เติบโตแบบปกติของธุรกิจ และกำไรจากสองกิจการที่เข้าซื้อหุ้น

เรื่องราวการพลิกฟื้น

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" RS โดยให้ราคาเป้าหมายที่ต่ำลงเหลือ 20 บาท (จาก 25 บาท) เราปรับลดประมาณการกำไรลง 39/23/16% ในปี 2022-24F เนื่องจากเราไม่รวมกำไรอย่างมากจากผลิตภัณฑ์ใหม่ข้างต้นอีกต่อไป อีกทั้งยังไม่รวมกัญชงในประมาณการของเราอีกด้วย ดังนั้นการฟื้นตัวของ RS จึงมาจากธุรกิจหลัก และสองกิจการที่บริษัทเข้าซื้อ เราเชื่อว่ากำไรของ RS จะแตะจุดต่ำสุดที่ 127 ลบ. ในปี 2021 (เทียบกับ 384/528 ลบ. ในปี 2019-20) และคาดว่าจะฟื้นตัวอย่างมากเป็น 277/496/675 ลบ. ในปี 2022-24F (ดูโครงสร้างกำไร และปัจจัยผลักดันใน Exhibit 8) ด้วยคาดว่าใกล้จะฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2023F และมี EPS เติบโตแข็งแกร่ง 79/36% ในปี 2023-24F เราจึงมองว่า RS ไม่แพงที่ 34/25 เท่า PE ในปี 2023-24F

ธุรกิจสื่อดีขึ้น และธุรกิจพาณิชย์ที่มีเสถียรภาพ

ในปี 2023F เราคาดว่า EBIT และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมจะมาจากธุรกิจพาณิชย์ 48%, ธุรกิจสื่อ 20% และ M&A 32% ธุรกิจสื่อที่สร้างผลขาดทุนมายาวนานได้ถึงจุดคุ้มทุนในปี 2020 จากแหล่งรายได้ใหม่จากการขายคอนเทนต์ในแพลตฟอร์มออนไลน์ และการลดค่าสัมปทานของหน่วยงานกำกับดูแลตั้งแต่ปี 2019 นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าอัตราค่าโฆษณาของอุตสาหกรรมได้พบกับฐานค่าโฆษณาแล้วหลังจากลดลงมากว่าทศวรรษ

ธุรกิจอีเวนต์ของ RS คาดว่าจะดีขึ้นจากช่วงวิกฤตโควิด และเราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาจะปรับตัวตามเศรษฐกิจ สำหรับธุรกิจพาณิชย์ ขณะที่ค่าใช้จ่ายทางการตลาดลดลงอย่างมาก RS ก็กำลังวางแผนที่จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของตัวเองมากขึ้น ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยที่ 60-70% เทียบกับผลิตภัณฑ์ของพันธมิตรที่มีอัตรากำไรขั้นต้น 35-40%

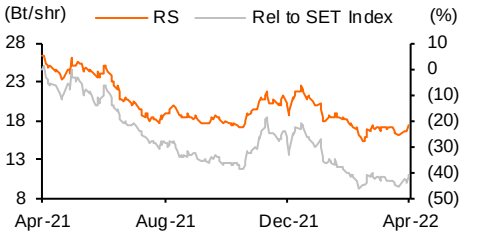
M&As เพิ่มการเติบโต

เรามองว่า RS ได้เข้าซื้อ 2 กิจการที่ดีในปีที่ผ่านมา ซึ่งหนึ่งคือการเข้าถือหุ้น 35% ใน Chase Asia (เข้าซื้อใน 1Q21) ซึ่งเป็นบริษัทบริหารจัดการหนี้ด้อยคุณภาพ และอีกกิจการคือ ธุรกิจขายตรง ULife (เข้าซื้อหุ้น 100% ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 2Q22) เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรรวมจะอยู่ที่ 157/205 ลบ. ในปี 2022-23F เทียบกับ 83 ลบ. ในปี 2021 และไม่มีเลยในปี 2019-20 รายละเอียดเพิ่มเติมด้านใน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,573	3,778	4,119	4,280
Net profit	127	277	496	675
Consensus NP	—	549	714	na
Diff frm cons (%)	—	*(49.5)*	*(30.5)*	*na*
Norm profit	127	277	496	675
Prev. Norm profit	—	456	641	800
Chg frm prev (%)	—	*(39.3)*	*(22.6)*	*(15.6)*
Norm EPS (Bt)	0.1	0.3	0.5	0.7
Norm EPS grw (%)	(75.9)	117.6	79.1	36.0
Norm PE (x)	132.1	60.7	33.9	24.9
EV/EBITDA (x)	28.2	23.5	14.2	10.9
P/BV (x)	7.9	7.3	6.8	6.2
Div yield (%)	0.0	1.3	2.4	3.2
ROE (%)	6.2	12.5	20.7	26.0
Net D/E (%)	90.1	105.2	74.9	43.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 25-Apr-22 (Bt)	17.30
Market Cap (US$ m)	494.2
Listed Shares (m shares)	972.5
Free Float (%)	60.5
Avg Daily Turnover (US$ m)	5.8
12M Price H/L (Bt)	26.00/15.30
Sector	Commerce
Major Shareholder	Chetchotisak Family 23.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

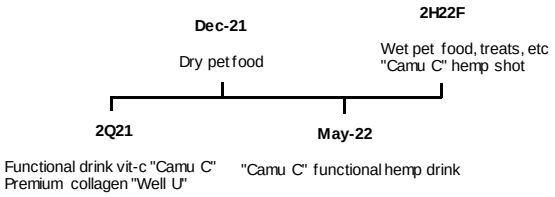
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: RS Expanding Sales Channels Into The Mass Market

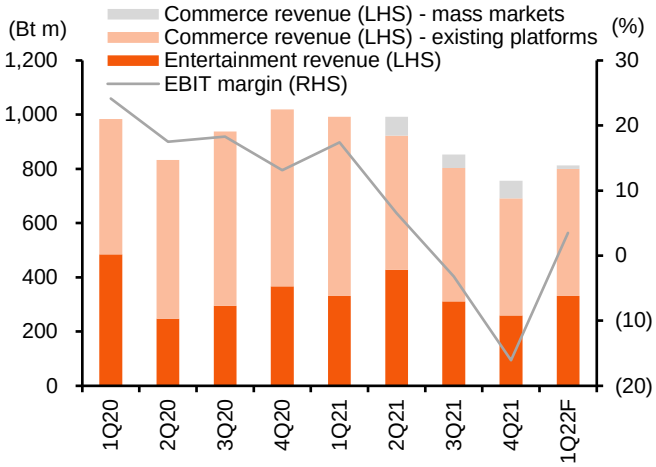
Source: Company data

Ex 2: New Product Launches



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: But Not Gaining Much Ground With Huge Expenses



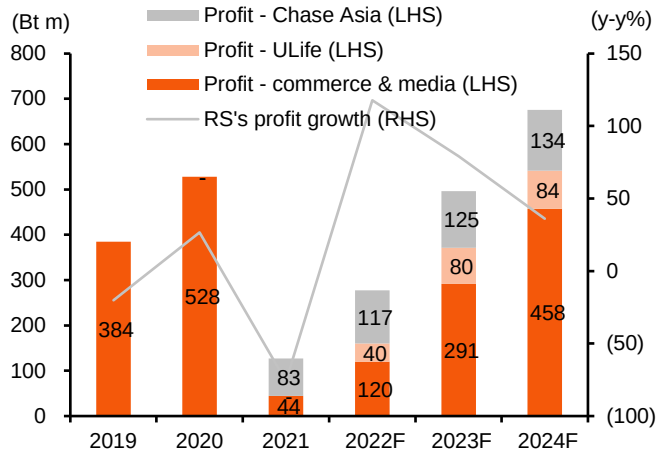
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Key Assumption Changes

	2021	2022F	2023F	2024F
Commerce revenue (Bt m)				
New	2,263	1,724	1,841	1,933
Old		2,478	2,782	3,131
Change (%)		(30.4)	*(33.8)*	*(38.3)*
Profit contribution from M&As (Bt m)				
New				
ULife (100%-stake)	0	40	80	84
Specialty group (33%-stake)	0	0	0	0
Old				
ULife (100%-stake)	0	0	0	0
Specialty group (33%-stake)	0	42	72	81
Net profit (Bt m)				
New	127	277	496	675
Old		456	641	800
Change (%)		(39.3)	(22.6)	(15.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

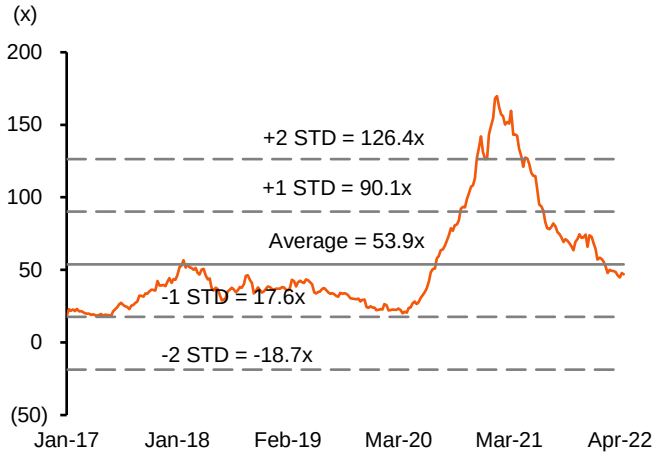
Ex 5: Strong Turnaround With New M&As Top Up Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

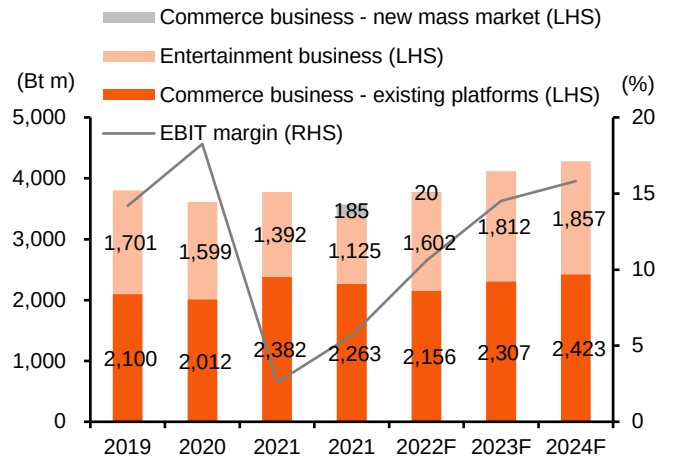
Note: Chase Asia and ULife are the M&As over the past year

Ex 6: Inexpensive Trading At 34/25x PE



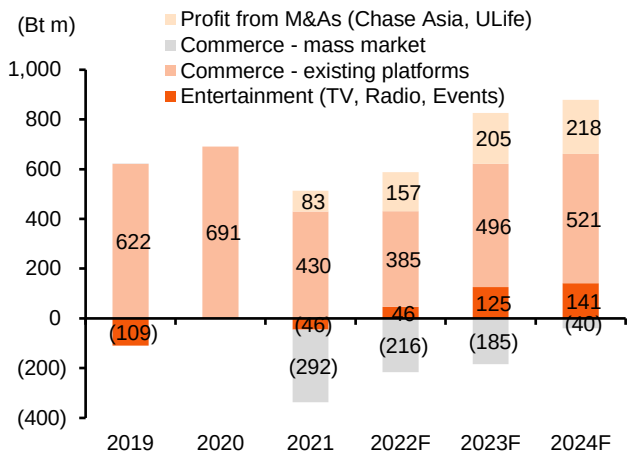
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Revenue And EBIT Margin Forecasts



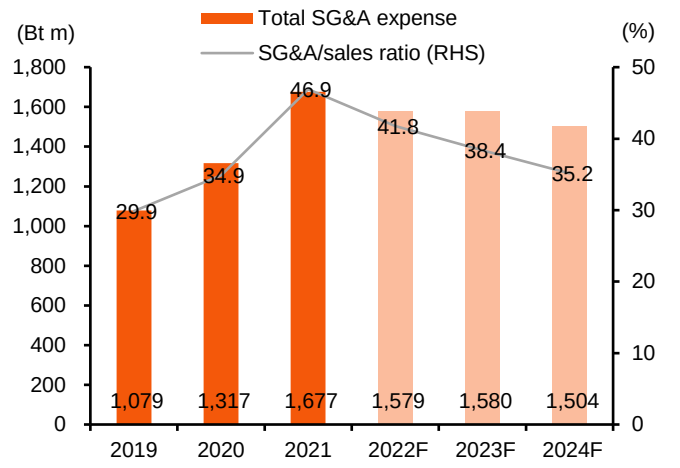
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: EBIT And Equity Income Breakdown



Source: Thanachart estimates

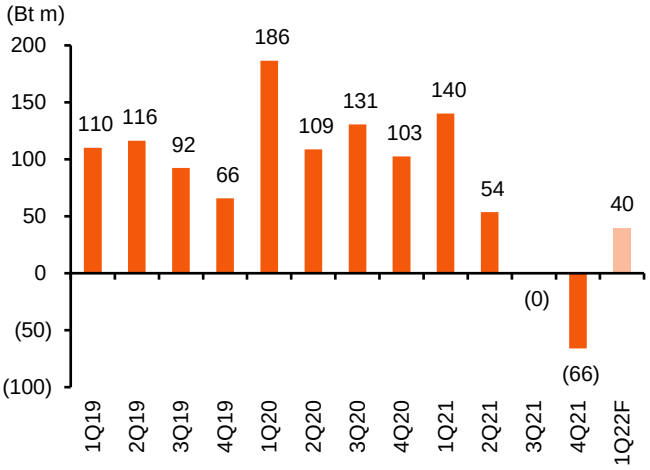
Ex 9: A Sharp Fall In Marketing Expenses



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: the spike of SG&A in 2021 was mainly attributed to marketing expenses on new products launched and acquiring more staff for new products and new businesses.

Ex 10: Earnings Turnaround Started From 1Q22F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 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	759	1,253	1,583	1,543	1,698	1,535	1,716	1,904	2,098	2,305	2,552	—
Free cash flow	(645)	648	913	925	889	626	785	949	1,118	1,295	1,509	25,423
PV of free cash flow	(644)	560	734	691	617	394	456	510	557	597	643	9,514

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.8
WACC (%)	7.6
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	15,238
Net debt (2021F)	1,926
Minority interest	1
Equity value	13,312
# of shares (m)	972
Equity value / share	**14.0**
Investment:	
Chase Asia	**4.5**
ULife	**1.5**
DCF-derived SOTP TP	**20**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 22F (%)	EPS growth 23F (%)	PE 22F (x)	PE 23F (x)	P/BV 22F (x)	P/BV 23F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	EV/EBITDA 23F (x)	Div. yield 22F (%)	Div. yield 23F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	33.0	1.2	1.1	15.1	7.5	0.5	0.9
Sun TV Network	SUNTV IN	India	10.7	6.6	11.4	10.7	2.4	2.2	6.7	6.0	4.4	5.1
Zee Entertainment	Z IN	India	46.6	31.0	21.4	16.4	2.3	2.1	13.4	10.9	1.3	1.5
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	(4.3)	15.7	11.9	10.3	2.6	2.3	8.1	7.1	3.1	4.4
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	2.8	8.9	5.5	5.1	0.7	0.7	4.4	4.0	3.2	4.9
Beijing Gehua	600037 CH	China	40.0	33.3	41.4	31.1	0.9	0.9	5.5	4.9	0.7	0.9
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	31.8	16.2	9.2	7.9	1.0	0.9	2.9	2.8	3.8	4.1
BEC World*	BEC TB	Thailand	25.5	26.9	30.6	24.1	4.6	4.5	8.7	7.8	2.9	3.7
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	10.6	17.1	15.4	2.4	2.3	10.3	9.1	4.7	5.2
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	48.7	64.1	43.1	4.3	4.1	9.9	9.2	0.8	1.9
RS Pcl*	RS TB	Thailand	117.6	79.1	60.7	33.9	7.3	6.8	23.5	14.2	1.3	2.4
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	na	na	na	85.8	1.9	1.9	72.4	33.2	0.0	0.2
Bangkok Com. Asset*	BAM TB	Thailand	25.3	17.6	19.9	17.0	1.5	1.4	na	na	3.5	4.1
JMT Network Services	JMT TB	Thailand	24.6	49.6	60.4	40.4	5.2	5.0	na	na	1.3	2.0
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	95.1	(1.9)	30.5	31.1	3.4	3.0	19.0	17.2	0.6	0.6
Beauty Community	BEAUTY TB	Thailand	na	33.3	49.7	37.3	5.7	5.7	25.9	20.8	2.0	2.7
Do Day Dream	DDD TB	Thailand	37.5	42.9	57.5	40.3	1.2	1.2	21.5	17.2	1.6	2.2
Karmarts	KAMART TB	Thailand	(48.5)	29.4	32.9	25.4	5.0	4.8	21.8	17.9	2.8	3.7
Average			**31.1**	**28.0**	**32.8**	**28.2**	**3.0**	**2.8**	**16.8**	**11.9**	**2.1**	**2.8**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

Based on 25-Apr-22 closing prices

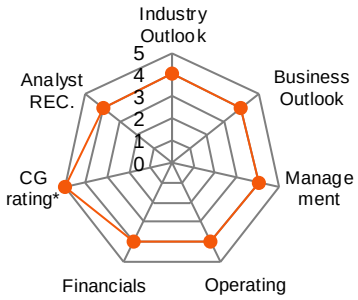
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจรีเทล สื่อและธุรกิจบันเทิงที่หลากหลาย บริษัทฯ และบริษัทย่อย ผลิตเพลงในรูปแบบดิจิตอล มิวสิค, รายการทีวีดาวเทียม, รายการทีวีดิจิตอล, รายการวิทยุ, คอนเสิร์ต และงานอีเวนท์ รวมทั้งธุรกิจใหม่ multi-platform commerce (ธุรกิจผลิตภัณฑ์เพื่อความงาม ผลิตภัณฑ์อาหารเสริมเพื่อสุขภาพ และผลิตภัณฑ์ไลฟ์สไตล์) RS ได้ลงทุนถือหุ้นในสัดส่วน 35% ใน Chase Asia ประกอบธุรกิจติดตามหนี้และบริหารจัดการหนี้ (AMC)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจบันเทิงแบบครบวงจร และธุรกิจพาณิชย์
- ปรับตัวตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงความต้องการของผู้บริโภคได้อย่างรวดเร็ว
- จับตลาดหลากหลายทั่วประเทศ

W — Weakness

- พึ่งพาการบริโภคในประเทศเป็นหลัก
- พึ่งพาศิลปินที่มีชื่อเสียง

O — Opportunity

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

T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมของธุรกิจสื่อกระจายเสียง
- เทคโนโลยีและความต้องการของผู้บริโภคเปลี่ยน
- การละเมิดลิขสิทธิ์ในผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ
- ความเสี่ยงจากแผนแม่บทกิจการกระจายเสียงและกิจการโทรทัศน์ของ กสทช.

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.70	20.00	-8%
Net profit 22F (Bt m)	549	277	-50%
Net profit 23F (Bt m)	714	496	-30%
Consensus REC	**BUY: 5**	**HOLD: 3**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022-23F ของเราต่ำกว่าตลาด 30-50% เนื่องจากเราให้ส่วนแบ่งกำไรจากผลิตภัณฑ์ใหม่ในตลาดใหญ่ (mass market) ที่ลดลงอย่างมาก
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยง หากรายได้ค้าปลีกและอัตรากำไรน้อยกว่าที่เราคาดไว้
- มีความเสี่ยง หากมีการกำหนดข้อบังคับใหม่เกี่ยวกับโฆษณาผลิตภัณฑ์ความงามและสุขภาพที่ปรากฏในสื่อ
- มีความเสี่ยง หากผลประกอบการธุรกิจทีวีดิจิตอลต่ำกว่าที่เราประมาณการไว้ ซึ่งมาจากการบริโภคภายในประเทศที่ซบเซา และการแข่งขันที่รุนแรง
- มีความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานของ Chase Asia และ Specialty Group ไม่เป็นไปตามคาด เนื่องจากมีการซื้อหนี้ใหม่ และ/หรือประสิทธิภาพในการเก็บหนี้ที่ต่ำกว่าที่คาด

Source: Thanachart

2024F profit is higher than 2020's on contribution from two profit-making M&As

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,774	3,573	3,778	4,119	4,280
Cost of sales	1,769	1,804	1,985	2,103	2,154
Gross profit	**2,006**	**1,769**	**1,793**	**2,016**	**2,126**
% gross margin	53.1%	49.5%	47.5%	48.9%	49.7%
Selling & administration expenses	1,317	1,677	1,579	1,580	1,504
Operating profit	**689**	**92**	**214**	**436**	**622**
% operating margin	18.3%	2.6%	5.7%	10.6%	14.5%
Depreciation & amortization	534	573	603	878	1,026
EBITDA	**1,223**	**665**	**818**	**1,315**	**1,648**
% EBITDA margin	32.4%	18.6%	21.6%	31.9%	38.5%
Non-operating income	17	17	15	16	17
Non-operating expenses	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
Interest expense	(36)	(59)	(77)	(87)	(64)
Pre-tax profit	**666**	**48**	**150**	**364**	**572**
Income tax	137	6	30	73	114
After-tax profit	**528**	**42**	**120**	**291**	**458**
% net margin	14.0%	1.2%	3.2%	7.1%	10.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	83	157	205	218
Minority interests	0	2	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**528**	**127**	**277**	**496**	**675**
Normalized profit	**528**	**127**	**277**	**496**	**675**
EPS (Bt)	0.5	0.1	0.3	0.5	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.1	0.3	0.5	0.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,174	1,091	1,174	1,256	1,240
Cash & cash equivalent	200	141	140	140	140
Account receivables	711	553	590	643	645
Inventories	229	337	381	403	384
Others	33	60	63	69	72
Investments & loans	4	1,063	1,063	1,063	1,063
Net fixed assets	642	567	1,399	1,083	621
Other assets	2,697	3,082	2,910	2,827	2,725
Total assets	**4,516**	**5,803**	**6,546**	**6,229**	**5,650**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,814	2,198	2,939	2,616	2,064
Account payables	1,016	882	979	1,037	974
Bank overdraft & ST loans	620	1,115	1,795	1,405	923
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	178	201	165	174	168
Total LT debt	**156**	**952**	**769**	**602**	**396**
Others LT liabilities	543	515	533	519	492
Total liabilities	**2,512**	**3,665**	**4,242**	**3,737**	**2,952**
Minority interest	2	1	1	1	1
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	(160)	(160)	(160)	(160)	(160)
Retained earnings	**867**	**1,003**	**1,169**	**1,356**	**1,563**
Shareholders' equity	2,002	2,138	2,304	2,491	2,697
Liabilities & equity	**4,516**	**5,803**	**6,546**	**6,229**	**5,650**

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect the acquisition of ULife to be complete by late 2Q22F

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	666	48	150	364	572
Tax paid	(137)	(6)	(30)	(73)	(114)
Depreciation & amortization	534	573	603	878	1,026
Chg In w orking capital	200	(83)	16	(18)	(45)
Chg In other CA & CL / minorities	69	64	85	187	192
Cash flow from operations	**1,331**	**596**	**824**	**1,339**	**1,630**
Capex	(593)	(498)	(1,377)	(500)	(500)
Right of use	(551)	60	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(1,059)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(74)	(458)	185	48	46
Cash flow from investments	**(1,218)**	**(1,954)**	**(1,212)**	**(472)**	**(474)**
Debt financing	10	1,291	497	(558)	(688)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(96)	0	(111)	(309)	(469)
Warrants & other surplus	(155)	8	0	0	0
Cash flow from financing	**(241)**	**1,299**	**386**	**(867)**	**(1,157)**
Free cash flow	**738**	**98**	**(553)**	**839**	**1,130**

PE looks inexpensive at 34/25x in 2023-24F given a strong earnings turnaround

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	31.8	132.1	60.7	33.9	24.9
Normalized PE - at target price (x)	36.8	152.7	70.2	39.2	28.8
PE (x)	31.8	132.1	60.7	33.9	24.9
PE - at target price (x)	36.8	152.7	70.2	39.2	28.8
EV/EBITDA (x)	14.2	28.2	23.5	14.2	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	16.4	32.1	26.8	16.2	12.5
P/BV (x)	8.4	7.9	7.3	6.8	6.2
P/BV - at target price (x)	9.7	9.1	8.4	7.8	7.2
P/CFO (x)	12.6	28.2	20.4	12.6	10.3
Price/sales (x)	4.5	4.7	4.5	4.1	3.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.3	2.4	3.2
FCF Yield (%)	4.4	0.6	(3.3)	5.0	6.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.1	0.3	0.5	0.7
EPS	0.5	0.1	0.3	0.5	0.7
DPS	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6
BV/share	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8
CFO/share	1.4	0.6	0.8	1.4	1.7
FCF/share	0.8	0.1	(0.6)	0.9	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving operating margin on falling marketing expenses

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.5	(5.3)	5.7	9.0	3.9
Net profit (%)	45.4	(75.9)	117.6	79.1	36.0
EPS (%)	34.0	(75.9)	117.6	79.1	36.0
Normalized profit (%)	37.4	(75.9)	117.6	79.1	36.0
Normalized EPS (%)	26.6	(75.9)	117.6	79.1	36.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	53.1	49.5	47.5	48.9	49.7
Operating margin (%)	18.3	2.6	5.7	10.6	14.5
EBITDA margin (%)	32.4	18.6	21.6	31.9	38.5
Net margin (%)	14.0	1.2	3.2	7.1	10.7
D/E (incl. minor) (x)	0.4	1.0	1.1	0.8	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.9	1.1	0.7	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	19.1	1.6	2.8	5.0	9.6
Interest coverage - EBITDA (x)	33.9	11.3	10.6	15.2	25.5
ROA - using norm profit (%)	13.3	2.5	4.5	7.8	11.4
ROE - using norm profit (%)	28.4	6.2	12.5	20.7	26.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	28.3	2.0	5.4	12.1	17.6
- asset turnover (x)	1.0	0.7	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	18.6	3.0	6.0	10.9	14.9
- leverage (x)	2.1	2.5	2.8	2.7	2.3
- interest burden (%)	94.9	44.9	65.9	80.8	89.9
- tax burden (%)	79.4	87.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	25.3	3.1	4.2	7.4	11.4
NOPAT (Bt m)	547	81	171	349	497
invested capital (Bt m)	2,578	4,064	4,728	4,358	3,876

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 79 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A, BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A, COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A, KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A, KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A, TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT, PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP, TRUE, TTA, TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
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, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา 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

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

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

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

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

สุเนตร รักษาวัด
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