



Result

Boonyakorn Amornsank
Registration No. 111124
boonyakorn.am@pi.financial
+66 2205 7000 ext 4403

Nitin Premkumar
Assistant analyst

กำไรสุทธิ 1Q22 อยู่ที่ 55 ล้านบาทเทียบกับขาดทุน 66 ล้านบาทใน 4Q21 และ -61%YoY สูงสุดในรอบ 4 ไตรมาส โดยถือว่าเป็นผลประกอบการที่ต่ำกว่าคาดและคิดเป็น 10% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2022

- กำไรที่ลดลง YoY เป็นผลจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในแพลตฟอร์มธุรกิจพาณิชย์หลายช่องทาง (MPC) ด้วยรายได้ที่ 427 ล้านบาท (-36%YoY -14%QoQ)
- การเติบโตในเชิง QoQ ได้แรงหนุนจากรายได้ที่พุ่งสูงขึ้นในธุรกิจบันเทิงจากการจำหน่ายคอนเทนต์ได้อย่างแข็งแกร่งบนแพลตฟอร์มออนไลน์ บวกกับเม็ดเงินโฆษณาที่ฟื้นตัวขึ้น
- คาดการณ์ 2Q22 โตขึ้นทั้ง YoY และ QoQ หนุนจาก 1) ยอดขายในธุรกิจ MPC ที่ฟื้นขึ้นหลังจากออกผลิตภัณฑ์ใหม่ 2) รายได้โฆษณาจากช่อง 8 ที่ปรับดีขึ้น และ 3) การรับรู้รายได้จาก U-Life เป็นไตรมาสแรกราว 100 ล้านบาท
- ประเมินส่วนแบ่งกำไรโต 45% เป็น 120 ล้านบาท ในปี 2022 ด้วยแรงหนุนจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Chase แบบเต็มปี โดยธุรกิจบริหารสินทรัพย์ดังกล่าว (AMC) ยังมี upside เพิ่มเติมจากแผนการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) ภายใน 4Q22 ซึ่งประเมิน upside จากการขายเงินลงทุนที่ราว 550-600 ล้านบาท โดยบริษัทมีแผนที่จะนำเงินที่ได้ไปชำระเงินกู้

คงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่ลดมูลค่าพื้นฐานลงจาก 24.60 บาทเป็น 20.0 บาท หลังปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) ลง มูลค่าพื้นฐานใหม่อิง 30xPE'1H23E หรือ +1SD ต่อค่าเฉลี่ย 3 ปีสำหรับ PE ล่วงหน้า

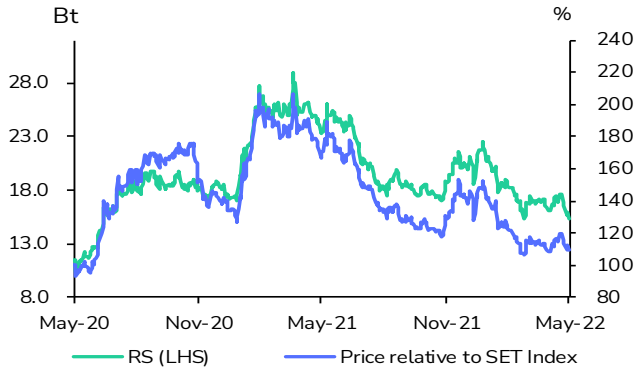
Valuation table					
Year end Dec	20A	21A	22E	23E	24E
PE (x)	28.9	123.8	27.8	20.8	18.2
Recurring net profit growth (%)	45.8	(76.7)	345.4	33.4	14.5
Recurring EPS (Bt)	0.54	0.13	0.57	0.75	0.86
Recurring EPS growth (%)	54.1	(76.7)	345.4	33.4	14.5
PBV (x)	7.6	7.1	5.7	4.5	3.6
BVPS (Bt)	2.1	2.2	2.8	3.5	4.4
ROE (%)	28.4	6.2	22.8	24.0	21.9
DPS (Bt)	-	0.3	-	-	-
Dividend yield (%)	na	2.2	na	na	na
Enterprise value (Bt m)	16,294.2	17,588.4	16,638.4	15,594.6	14,948.1
EV-to-EBITDA (x)	13.2	23.2	12.2	9.8	8.6

บมจ. อาร์เอส

Recommendation: BUY
Current price: 15.70
Target price 1H23: 20.0
Up/(downside): 27%
IOD: 5 /5
CAC: Declared

Stock data

RIC code	RS.BK
Index	.SETI
SET Index (12 May 2022)	1,584.52
Market cap (Bt m)	15,268
Shares outstanding (million)	972
Par (Bt)	1.00



RS: Updated Scorecard

(Bt m)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	YoY (%)	3M22	22E	% of 22E
Revenue	992	992	852	736	845	(14.9)	845	4,551	18.6
Cost of sales	(432)	(459)	(449)	(465)	(432)	0.0	(432)	(2,241)	19.3
Gross profit	560	534	404	271	412	(26.4)	412	2,309	17.9
SG&A	(387)	(469)	(431)	(390)	(350)	(9.7)	(350)	(1,710)	20.5
Other (exp)/inc	3	2	1	9	3	5.3	3	10	27.9
EBIT	175	67	(26)	(109)	65	(62.8)	65	609	10.7
Finance cost	(11)	(16)	(16)	(16)	(16)	46.4	(16)	(76)	21.4
Other inc/(exp)	(0)	0	(0)	(0)	-	nm	-	0	-
Earnings before taxes	164	51	(42)	(126)	49	(70.2)	49	533	9.2
Income tax	(34)	(8)	11	24	(14)	(58.0)	(14)	(107)	13.2
Earnings after taxes	131	44	(30)	(102)	35	(73.3)	35	427	8.2
Equity income	9	10	29	34	24	154.3	24	120	19.9
Minority interest	(0)	(0)	1	2	(4)	62,616.5	(4)	3	(135.1)
Earnings from cont. operations	140	54	(0)	(66)	55	(60.7)	55	550	10.0
Forex gain/(loss) & unusual items	(0)	(0)	0	(0)	-	nm	-	-	na
Net profit	140	54	(0)	(66)	55	(60.7)	55	550	10.0
Recurring profit	140	54	(0)	(66)	55	(60.7)	55	550	10.0
EBITDA	319	228	149	68	247	(22.4)	247	1,359	18.2
Recurring EPS (Bt)	0.144	0.055	(0.000)	(0.068)	0.057	(60.6)	0.057	0.565	10.0
Reported EPS (Bt)	0.144	0.055	(0.000)	(0.068)	0.057	(60.6)	0.057	0.565	10.0
Profits (%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	Diff (%)	3M22	22E	Diff (%)
Gross margin	56.5	53.8	47.3	36.8	48.8	(7.6)	48.8	50.7	1.9
Operating margin	32.1	22.9	17.5	9.3	29.3	(2.8)	7.7	13.4	5.7
Net margin	14.1	5.4	(0.0)	(9.0)	6.5	(7.6)	6.5	12.1	5.5

สรุปผลประกอบการ

- กำไรสุทธิ 1Q22 อยู่ที่ 55 ล้านบาทเทียบกับขาดทุน 66 ล้านบาทใน 4Q21 และกำไรสุทธิ 140 ล้านบาทใน 1Q21 โดยถือว่าเป็นผลประกอบการที่ดีกว่าคาด
- กำไรที่ลดลง YoY เป็นผลจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในธุรกิจ MPC ด้วยรายได้ที่ 427 ล้านบาท (-36%YoY -14%QoQ)
- การเติบโตในเชิง QoQ ได้แรงหนุนจากรายได้ที่พุ่งสูงขึ้นเป็น 352 ล้านบาท (+38%YoY +103%QoQ) ในธุรกิจบันเทิงจากการจำหน่ายคอนเทนต์ได้อย่างแข็งแกร่งบนแพลตฟอร์มออนไลน์ บวกกับเม็ดเงินโฆษณาที่ฟื้นตัวขึ้น
- อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ฟื้นตัวแตะจุดสูงสุดรอบ 3 ไตรมาสที่ 48.8% หนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในธุรกิจบันเทิง
- อัตราส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร (SG&A) ต่อยอดขายใน 1Q22 ลดลงแตะจุดต่ำในรอบ 4 ไตรมาสที่ 41.4% หนุนจากค่าใช้จ่ายการตลาดที่ลดลงและประโยชน์จากมาตรการประหยัดต้นทุน

RS: Revise earnings down in 2022E by 31%

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

	2022E		Change	2023E		Change
	Revised	Previous	(%)	Revised	Previous	(%)
Financials						
Revenue (Bt mn)	4,551	4,934	(7.8)	4,854	5,082	(4.5)
Gross profit (Bt mn)	2,309	2,582	(10.6)	2,466	2,660	(7.3)
Net profit (Bt mn)	550	784	(29.9)	733	826	(11.2)
EPS (Bt/share)	0.57	0.82	(31.0)	0.75	0.86	(12.6)
Key financial ratios			Change	Change		
Revenue growth (%)	27.4	35.0	(7.6)	6.7	3.0	3.7
Gross profit margin (%)	50.7	52.3	(1.6)	50.8	52.3	(1.5)
SG&A to sales (%)	37.6	34.5	3.0	35.6	34.5	1.0
Net profit growth (%)	331.5	406.9	(75.4)	33.4	5.3	28.1
Net profit margin (%)	12.1	15.9	(3.8)	15.1	16.2	(1.1)
Sales assumptions			Change	Change		
			(%)			(%)
Multi-platform Commerce	3,131	3,475	(9.9)	3,350	3,823	(12.4)
Media	1,154	1,218	(5.2)	1,212	1,279	(5.2)
Music & others	265	242	9.9	292	266	9.9

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2022 และ 2023 ลง 30% และ 11% ตามลำดับ

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2022 และ 2023 ลง 30% และ 11% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนถึง 1) การปรับลดสมมติฐานรายได้ลง 5%-8% เป็น 4.6 พันล้านบาทและ 4.9 พันล้านบาท ตามลำดับ 2) การปรับเพิ่ม SG&A ต่อยอดขายเป็น 37.6% และ 35.6% ตามลำดับ หลังจากทำการปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายสำหรับแบรนด์ใหม่ที่จะเปิดตัวในตลาดไปใน 2Q-3Q22 และ 3) การปรับลด GPM ลงเป็น 50.7% และ 50.8% ตามลำดับ สืบเนื่องจากการปรับลดรายได้ลง

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

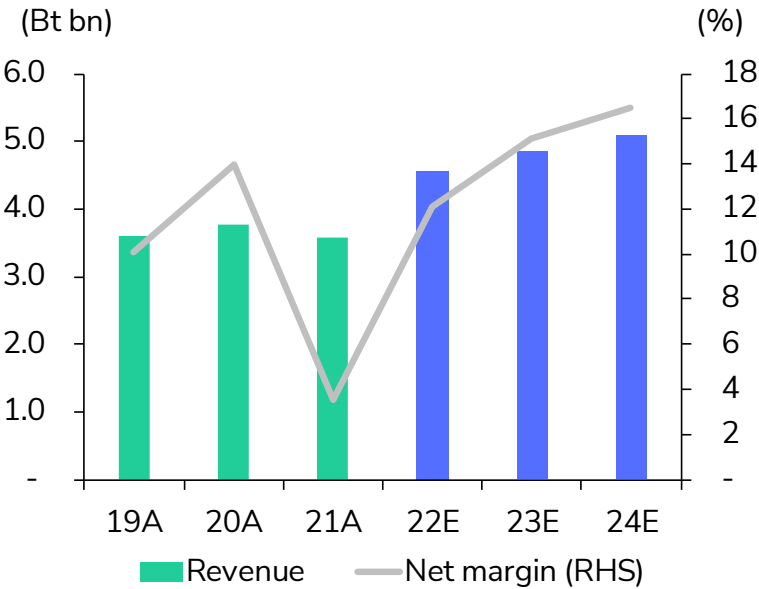
Value

Risks

บริษัทใช้แพลตฟอร์มธุรกิจพาณิชย์หลายช่องทาง (MPC) ในการนำเสนอผลิตภัณฑ์หลากหลายประเภท เช่น ผลิตภัณฑ์บำรุงผิวสุขภาพ เสริมความงาม เครื่องใช้ในบ้านและไลฟ์สไตล์ภายใต้แบรนด์ Magique, Revive และ S.O.M. ทั้งยังมีแหล่งรายได้มาจากการขายผลิตภัณฑ์ของบริษัทพันธมิตรอีกด้วย บริษัทจำหน่ายผลิตภัณฑ์มากกว่า 100 รายการผ่านช่องทางหลากหลาย รวมถึงทีวีดิจิทัล ทีวีดาวเทียม วิทยุ และสื่อออนไลน์ ทั้งยังมีการขายผ่านพนักงานขายโดยตรง (ขายผ่านโทรศัพท์) โดยธุรกิจ MPC นี้คิดเป็น 63% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2021

นอกจากนี้ยังออกอากาศคอนเทนต์ด้านความบันเทิงบนช่องโทรทัศน์ของตน ปัจจุบัน RS ดำเนินธุรกิจช่องทีวีดิจิทัลที่ช่อง 8 และช่องทีวีดาวเทียมอีก 4 ช่อง ได้แก่ สบายดีทีวี ช่อง 2 Series Channel และเพลินทีวี ซึ่งล้วนมีรูปแบบที่เป็นเอกลักษณ์แตกต่างกันไป โดยธุรกิจสื่อจะคิดเป็น 30% ของรายได้ทั้งหมด

ส่วนธุรกิจเพลงและอื่น ๆ จะรวมถึงกระบวนการผลิตเพลงทั้งหมด เช่น การคัดสรรศิลปิน การทำเพลง การโปรโมท กิจกรรมการตลาด การบริหารศิลปิน การเก็บรวบรวมลิขสิทธิ์ และการจัดคอนเสิร์ตและงานอีเวนต์ ซึ่งทั้งหมดนี้คิดเป็น 7% ของรายได้ทั้งหมด



Revenue by group of segment, 2021



Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

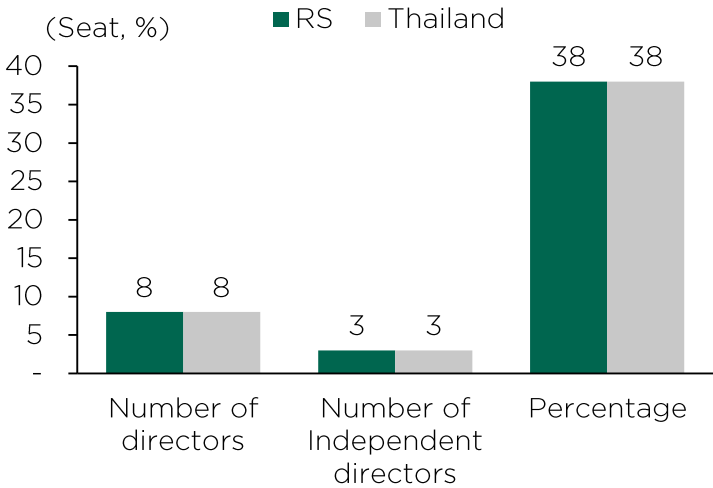
Value

Risks



Chairman, CEO
Mr. Surachai Chetchotisak

Board composition



Leadership

Board of Directors	Position*	Key management	Position*
Mr. Surachai Chetchotisak	Chairman	Mr. Surachai Chetchotisak	CEO
Mrs. Pornpan Techarungchaikul	Director	Mrs. Pornpan Techarungchaikul	Chief Commercial Officer
Mr. Wittawat Wetchabutsakorn	Director	Mr. Wittawat Wetchabutsakorn	Chief Financial Officer
Mr. Danaisidh Peslapunt	Director	Miss Kunchanya Karuhadej	Chief People Officer
Mr. Sorat Vanichvarakij	Director	Mr. Danaisidh Peslapunt	Chief Legal Officer
Mr. Phisit Dachanabhirom	Director		
Mrs. Wasuda Thanasaranart	Director, A		
Mr. Supakit Assavachai	Director, A		

Ownership

Shareholder	% of O/S	Note
Mr. Surachai Chetchotisak	23.03	Chairman
Mr. Sorat Vanichvarakij	10.08	Director
Thai NVDR Company Limited	7.85	Thai Non Voting Depository
Bangkok Bank PCL	5.18	
Ms. Aroonrung Srivaddhanaprabha	4.88	
Top 5 shareholders	51.02	
Institutional & Management	% of O/S	Note
Total institutional ownership	13.51	
Total management ownership	33.11	Mr. Surachai Chetchotisak & Mr. Sorat Vanichvarakij
Foreign ownership	7.85	Foreign ownership limit is 49%

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	80%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	60%

Environmental	Yes/No?
---------------	---------

บริษัทมีนโยบายลดการใช้ทรัพยากรหรือไม่?	Yes
--	-----

บริษัทส่งเสริมการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพผ่านโครงการริเริ่ม เช่น “โครงการกระดาษเก่า แลกกระดาษใหม่” ที่ร่วมทำกับพันธมิตรผ่านกิจกรรมชื่อ Paper Merci “แยก แลก รักษ์” ที่ส่งเสริมให้พนักงานเรียนรู้และทำความเข้าใจวิธีแยกกระดาษใช้แล้วเพื่อนำไปรีไซเคิลให้ได้มากที่สุด ทั้งยังมีการเปลี่ยนกล่องบรรจุภัณฑ์ภายนอกเป็น “บรรจุภัณฑ์สีเขียว” เพื่อลดการใช้ทรัพยากรในการผลิต ต้นทุน และผลกระทบต่อสภาวะโลกร้อนลง

บริษัทเคยเผชิญข้อพิพาทด้านสิ่งแวดล้อมหรือไม่?	No
---	----

ไม่เคย

บริษัทมีนโยบายการบริหารจัดการด้านมลพิษและของเสียหรือไม่?	No
--	----

บริษัททำการรีไซเคิลกระดาษและฝังกลับของเสียที่เกิดจากกระบวนการทางธุรกิจ โดยมีการส่งเสริมให้พนักงานใส่ใจด้านสิ่งแวดล้อมและเข้าร่วมโครงการด้านอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม ที่มีเป้าหมายระยะสั้นเพื่อการกำจัดของเสียอย่างถูกวิธี และเป้าหมายระยะยาวเพื่อเดินหน้านำระบบเศรษฐกิจหมุนเวียนภายในองค์กร ที่มีการนำวัสดุที่ใช้แล้วกลับมาใช้ใหม่ในกระบวนการผลิต เพื่อแก้ปัญหาเกี่ยวกับการขาดแคลนวัตถุดิบและเป็นการสนับสนุนการเติบโตในระยะยาวไปในตัว

บริษัททราบจำนวนการปล่อยของเสียหรือไม่?	No
--	----

None

บริษัทมีผลิตภัณฑ์สีเขียวหรือไม่?	Yes
----------------------------------	-----

ผลิตภัณฑ์อาหารเสริมและผลิตภัณฑ์ความงามของบริษัทผลิตจากสารสกัดจากธรรมชาติ

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	80%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	60%

Social	Yes/No?
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสุขภาพและความปลอดภัยหรือไม่?	Yes
บริษัทให้ความสำคัญในการรักษามาตรฐานด้านอาชีวอนามัย ความปลอดภัย และสภาพแวดล้อมในที่ทำงานที่ดี เพื่อปกป้องชีวิตและทรัพย์สินของพนักงาน ทั้งยังมีนโยบายการฝึกอบรม การพัฒนาศักยภาพ สร้างโอกาสในการเติบโตในหน้าที่การงาน การพัฒนาทักษะในแง่มุมต่าง ๆ ให้กับพนักงาน บริษัทมีสวัสดิการตรวจสอบสุขภาพให้กับพนักงานรวมถึงประกันชีวิต ประกันสุขภาพ และการตรวจสอบระบบความปลอดภัยในที่ทำงานเป็นประจำ	
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสิทธิมนุษยชนหรือไม่?	Yes
บริษัทปฏิบัติต่อเจ้าหน้าที่และพนักงานทุกคนอย่างยุติธรรมและเคารพในสิทธิมนุษยชนตามข้อกำหนดและมาตรฐานสากล มีการมอบสิทธิประโยชน์ให้พนักงานอย่างเหมาะสมไม่ต่ำกว่าที่กฎหมายกำหนด ทั้งยังมอบรางวัลและสิทธิประโยชน์อื่นที่สะท้อนถึงความเป็นธรรมและเหมาะสมกับความสามารถ ความรับผิดชอบ และผลงานของพนักงานแต่ละคน	
บริษัทดำเนินการตามนโยบายการแข่งขันที่เป็นธรรมหรือไม่? เช่น การต่อต้านการทุจริต ต่อต้านการให้สินบน และดำเนินการตามจริยธรรมทางธุรกิจ	Yes
บริษัทมีนโยบายต่อต้านการทุจริตทุกรูปแบบ ทั้งยังสร้างความตระหนักรู้และส่งเสริมคุณค่าด้านการซื้อสัตย์สุจริต โดยมีระบบการควบคุม ตรวจสอบ การบริหารจัดการความเสี่ยง และการควบคุมภายในที่ช่วยป้องกันเหตุทุจริตได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น	
บริษัทมีระบบบริหารจัดการควบคุมคุณภาพหรือไม่?	Yes
การกำหนดผลิตภัณฑ์จะอิงจากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยบริษัทชั้นนำด้านการวิจัยและวิเคราะห์ข้อมูลที่ Lifestar ร่วมงานด้วย รวมถึงมีการเก็บข้อมูลจากลูกค้าโดยตรง บริษัทมีการวิเคราะห์แนวโน้ม อุปสงค์ และเงื่อนไขของตลาดโดยรวมและความต้องการของลูกค้าก่อนที่จะพัฒนาผลิตภัณฑ์	
บริษัทได้รับรายได้จากการค้าอาวุธ เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การพนัน ยาสูบ หรือสื่อลามกหรือไม่?	No
บริษัทไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ดังกล่าว	

Story

Sales

P5F

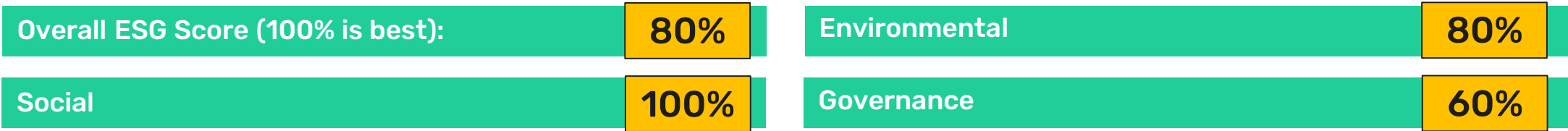
Team

WCB

ESG

Value

Risks



Governance	Yes/No?
สัดส่วนของกรรมการอิสระสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 38% หรือไม่?	No
กรรมการของบริษัทเป็นกรรมการอิสระ 38% ตามค่าเฉลี่ยของไทย	
ประธานกรรมการดำรงตำแหน่ง CEO (หรือเทียบเท่า) ควบคู่กันหรือไม่?	Yes
คุณสุรชัย เชษฐโชติศักดิ์ดำรงทั้งตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายบริหาร (CEO)	
บริษัทมีนโยบายด้านสิทธิผู้ถือหุ้นหรือไม่?	Yes
บริษัทบริหารงานโดยผู้เชี่ยวชาญที่มีการประเมินความเสี่ยงทั้งในปัจจุบันและอนาคตอย่างใกล้ชิด เพื่อให้มั่นใจว่าผู้ถือหุ้นจะได้ประโยชน์ไปพร้อม ๆ กับการสร้างผลประกอบการและสถานะทางการเงินที่ดี ทั้งยังมีการเปิดเผยข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องให้กับผู้ถือหุ้นได้รับทราบ	
บริษัทมีข้อพิพาทด้านการใช้ข้อมูลภายในหรืออื่น ๆ เกี่ยวกับมาตรฐานทางบัญชีหรือไม่?	No
ไม่มี	
บริษัทมีความยั่งยืนด้าน CSR หรือรายงานเรื่อง ESG หรือไม่?	Yes
บริษัทมีรายงานเกี่ยวกับกิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR)	

RS: Summary financials

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Profit & loss (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Revenue	3,774	3,573	4,551	4,854	5,087	992	992	852	736	845
Cost of goods sold	(1,769)	(1,804)	(2,241)	(2,389)	(2,503)	(432)	(459)	(449)	(465)	(432)
Gross profit	2,006	1,769	2,309	2,466	2,585	560	534	404	271	412
SG&A	(1,317)	(1,677)	(1,710)	(1,727)	(1,744)	(387)	(469)	(431)	(390)	(350)
Other (exp)/inc	11	10	10	10	10	3	2	1	9	3
Operating profit	700	102	609	749	850	175	67	(26)	(109)	65
Finance cost	(36)	(59)	(76)	(50)	(46)	(11)	(16)	(16)	(16)	(16)
Other inc/(exp)	4	1	0	0	2	(0)	0	(0)	(0)	-
Earnings before taxes	668	44	533	699	807	164	51	(42)	(126)	49
Income tax	(137)	(6)	(107)	(140)	(161)	(34)	(8)	11	24	(14)
After-tax profit	531	38	427	560	645	131	44	(30)	(102)	35
Equity income	-	83	120	170	190	9	10	29	34	24
Minorities	0	2	3	4	4	(0)	(0)	1	2	(4)
Earnings from cont. operations	531	123	550	733	840	140	54	(0)	(66)	55
Forex gain/(loss) & unusual items	(2)	5	-	-	-	(0)	(0)	0	(0)	-
Net income	528	127	550	733	840	140	54	(0)	(66)	55
EBITDA	1,234	758	1,359	1,588	1,730	319	228	149	68	247
Recurring EPS (Bt)	0.54	0.13	0.57	0.75	0.86	0.14	0.06	(0.00)	(0.07)	0.06
Weighted average shares (m)	975	972	972	972	972	973	972	875	973	972
Balance sheet (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Assets	4,516	5,803	5,768	6,667	7,234	5,794	6,074	6,146	5,803	6,043
Liabilities	2,512	3,665	3,083	3,253	2,984	3,650	3,875	3,948	3,665	3,846
Equity	2,002	2,138	2,687	3,420	4,260	2,142	2,196	2,195	2,138	2,197
Invested capital	3,026	3,395	2,872	2,387	2,386	3,173	3,399	3,460	3,395	2,197
Growth (YoY, %)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Revenue	4.5	(5.3)	27.4	6.7	4.8	0.8	19.1	(9.2)	(27.7)	(14.9)
Recurring EPS	54.1	(76.7)	345.4	33.4	14.5	(24.2)	(50.3)	(100.3)	(163.4)	(60.6)
Assets	32.6	28.5	(0.6)	15.6	8.5	38.3	40.4	43.4	28.5	4.3
Liabilities	49.6	45.9	(15.9)	5.5	(8.2)	49.9	51.7	65.6	45.9	5.4
Equity	16.1	6.8	25.7	27.3	24.5	22.3	24.1	15.6	6.8	2.6
Profits (%)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Gross margin	53.1	49.5	50.7	50.8	50.8	56.5	53.8	47.3	36.8	48.8
EBITDA margin	32.7	21.2	29.9	32.7	34.0	32.1	22.9	17.5	9.3	29.3
Net margin	14.0	3.6	12.1	15.1	16.5	14.1	5.4	(0.0)	(9.0)	6.5
ROE	28.4	6.2	22.8	24.0	21.9	27.1	9.9	(0.1)	(12.2)	10.2
ROIC	21.4	2.7	15.6	22.8	28.5	18.0	6.9	(2.2)	(10.3)	6.7

Disclaimer



Investment ratings

BUY:	Expected return excluding dividends of more than 10% within the next 12 months.
HOLD:	Expected return excluding dividends between -10% and 10% within the next 12 months.
SELL:	Expected return excluding dividends of less than -10% within the next 12 months.
NR:	Not Rated- Stock is not in our research coverage.

Analyst certification

The analyst(s) named in this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst(s) with regard to any of all of the subject securities and companies mentioned in this report and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation or views expressed by that analyst herein.

General disclaimer

This document is prepared by Pi Securities Public Company Limited (Pi). This research is aimed to provide information and analysis based on data received from public sources and interviews with company executives. The information is carefully examined but their completeness and accuracy are not guaranteed. The analysis, conclusions and recommendations in this research are mainly based on the fundamental analysis without the intention to influence or lead the users of this report. The recommendations in this research belong solely to the analyst(s). Pi may not agree with the opinions in this research. Investors and users of this research should rely on their personal judgment.

Disclaimer on CG Scoring and THAI-CAC

CG Scoring: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the office of the Securities and Exchange Commission. The survey of IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Country Group Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result. The IOD assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows: 90-100 = Excellent (5), 80-89 = Very Good (4), 70-79 = Good (3), 60-69 = Satisfactory (2), 50-59 = Pass (1), <50 = N/A (No logo given).

Anti-corruption Progress Indicator: The assessment on progress level of Thai listed companies with respect to anticorruption called “anti-corruption progress indicator” conducted by Thaipat Institute. This is an initiative under the SEC’s Sustainability Development Roadmap for Listed Companies emphasizing on running business operation with good corporate governance, corporate social responsibility and firm commitment against corruption; which will pave the way for them to become role models for others in the Thai business sector. The indicator comprises level 1 to 5 as follows: Level 1: Committed, Level 2: Declared, Level 3: Established, Level 4: Certified, Level 5: Extend.