

01 March 2024

## Company Note

Rating

**SELL**

(Downgrade from Hold)

## Company

# อาร์เอส

Bloomberg SET Exchange Sector  
RS TB RS SET Commerce

## ธุรกิจหลัก 4Q23 พลิกเป็นขาดทุน

<b>12mth price target (THB)</b>	<b>12.00</b>
	<b>(16.00)</b>
Current price (01/03/2024)	13.60
Upside/Downside	-12%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Declared

### Share summary

Issue shares :	(m shrs)	1,069
Market capitalization:	(THB bn)	14.5
	(USDbn)	0.4
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	27
	(USDm)	0
Foreign Limit/Actual	(%)	49/2
Free Float:	(%)	60
NVDR:	(%)	3

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
RS	-1.4	0.7	-10.5
SET	-0.0	-0.9	-15.6

### Major Shareholders

	%
Surachal Chetchotisak	24.16
Sorat Vanichvarakij	10.08
Bangkok Bank PCL	5.18

Source: SET

Anchalini Charoenpit  
ID: 045566  
(66) 2633 6478  
anchalinc@tisco.co.th

### ผลประกอบการ 4Q23 ผิดหวัง ธุรกิจหลักพลิกเป็นขาดทุน

เราเปลี่ยนคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ขาย” จาก 1) ผลประกอบการ 4Q23 ประกาศกำไรสุทธิจากรายการพิเศษ แต่ผลประกอบการหลักขาดทุน ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดเป็นกำไร จากต้นทุนและค่าใช้จ่ายสูงกว่าที่คาดไว้ 2) ภาพรวมเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวกระทบต่อธุรกิจมีเดียและธุรกิจพาณิชย์ที่มีความระมัดระวังการใช้จ่ายมากขึ้น ส่งผลกระทบต่อยอดขาย เราปรับประมาณการลงแบบอนุรักษ์นิยมต่ำกว่าที่บริษัทตั้งเป้าหมายรายได้ สะท้อนภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

### ประกาศกำไรสุทธิ 4Q23 แต่ธุรกิจหลักขาดทุน และกำไรหลักปี 2023 ต่ำกว่าที่เราคาดไว้

RS ประกาศกำไรสุทธิ 4Q23 ที่ 23 ล้านบาท และกำไรสุทธิปี 2023 อยู่ที่ 1,395 ล้านบาท โดยในไตรมาส 4 ยังมีรายการพิเศษกำไรจากการขายลิขสิทธิ์คอนเทนต์มิวสิคให้กับ UMG หลังหักภาษีจำนวน 152 ล้านบาท ส่งผลให้ผลประกอบการหลักขาดทุน 125 ล้านบาท ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นที่สูงขึ้นจากการงานอีเว้นท์ และกำไรทั้งปี 2023 หลังหักรายการพิเศษกำไรจากการขายหุ้น CHASE และการขายลิขสิทธิ์คอนเทนต์ให้กับ UMG กำไรหลักจะอยู่ที่ 39 ล้านบาท ลดลง 72%YoY จากปี 2022 ที่กำไรสุทธิ 137 ล้านบาท

**รายได้รวม 4Q23 ลดลง (-7%YoY, -16%QoQ)** ลดลงจากธุรกิจพาณิชย์เป็นหลักและธุรกิจมีเดียลดลง QoQ จากจำนวนงานคอนเสิร์ตที่มีน้อยกว่า 3Q23 สำหรับรายได้รวมปี 2023 เพิ่มขึ้น 3%YoY มาจากธุรกิจมีเดียที่มีงานอีเว้นท์และคอนเสิร์ตใหญ่ร่วมกับ Grammy หลายงานเพิ่มขึ้น ในส่วนธุรกิจพาณิชย์ลดลง 16%YoY จากภาพรวมเศรษฐกิจที่ยังชะงักส่งผลต่อยอดขายผ่านทีวีโฮมช้อปปิ้งในกลุ่ม RS mall ลดลง ยกเว้นธุรกิจ U-Life มีจำนวนสมาชิกเพิ่มขึ้น และธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง Life mate สินค้าใหม่เพิ่มขึ้น สำหรับธุรกิจ มีเดียเพิ่มขึ้น 22%YoY เติบโตจากงานมิวสิคและงานอีเว้นท์คอนเสิร์ตที่เพิ่มขึ้น ต้นทุนและค่าใช้จ่ายใน 4Q23 เพิ่มขึ้นเนื่องจากงานอีเว้นท์ที่มีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น สำหรับปี 2023 อัตรากำไรขั้นต้นใกล้เคียงเดิม และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 11%YoY จากการทำการตลาดและงานอีเว้นท์เป็นหลัก โดยในปีที่ผ่านมา มีค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวน 52 ล้านบาทจาก RS UMG และการขายหุ้น CHASE หากไม่รวมรายการดังกล่าว ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะเพิ่มขึ้น 7.6%YoY

### Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023	2024E	2025E
Sales (THBm)	3,573	3,533	3,650	3,920	4,095
EBITDA (THBm)	763	966	861	929	948
Net profit (THBm)	127	137	1,395	173	197
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	0	0	0
EPS (THB)	0.13	0.14	1.30	0.16	0.18
EPS (% YoY)	-75.9	8.0	823.5	-87.6	13.8
EPS vs Cons (%)	nm	nm	nm	-35.0	nm
PER (X)	166.1	116.1	11.3	84.2	74.0
Yield (%)	2.6	0.8	6.1	0.8	0.9
P/BV (X)	6.2	6.6	5.0	5.3	5.2
EV/EBITDA (X)	30.0	20.2	21.2	18.3	17.7
ROE (%)	6.1	6.6	56.6	6.1	7.1

Source: Company data, TISCO estimates

บริษัทตั้งเป้าหมายรายได้ปีนี้ที่ 4,400 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 21%YoY มาจากธุรกิจพาณิชย์เป้าหมาย 2,050 ล้านบาท (+43%YoY) ธุรกิจพาณิชย์ทำการตลาดแบบใหม่ “Influencer commerce” ผ่านแพลตฟอร์ม Social media ต่างๆ คาดจะเห็นได้ใน 2Q24F นี้ โดยอาศัยศักยภาพของศิลปิน ดารา ภายในสังกัดที่มีจำนวนมาก และวางแผนร่วมทุนกับ พาร์เนอร์ขยายตลาดประเทศฟิลิปปินส์ร่วมสร้างแบรนด์ใหม่ขยายช่องทางจำหน่ายต่างประเทศคาดว่าจะเห็นใน 2Q-3Q นี้ และธุรกิจมีเดียเป้าหมาย 2,350 ล้านบาท (+ 6%YoY) มุ่งเน้นสร้างคอนเทนต์ที่หลากหลายตอบโจทย์ผู้บริโภคครอบคลุมมากขึ้น และมีงานอีเวนต์ใหญ่ 7-8 งานในปี

**ปรับประมาณการลงสะท้อนภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลตัว**

คาดว่าแนวโน้มผลประกอบการ 1Q24F ผลประกอบการยังอ่อนแอ จากเป็นช่วง low season ของธุรกิจมีเดีย และคาดว่าธุรกิจพาณิชย์ทรงตัวจากเศรษฐกิจที่ยังชะลตัว เราปรับประมาณการปี 2024-25F ลดลงคาดเดิม 53% และ 57% ตามลำดับ คาดกำไรสุทธิปี 2024F อยู่ที่ 173 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2023 อยู่ที่ 39 ล้านบาท และปี 2025F อยู่ที่ 197 ล้านบาท (+14%YoY) จากคาดการณ์ธุรกิจเพิ่มขึ้นปีละ 9% และ 8% ตามลำดับ เราคาดการณ์แบบอนุรักษ์นิยม ต่ำกว่าเป้าหมายบริษัทคาดจากภาพรวมเศรษฐกิจชะลตัว อย่างไรก็ตาม บริษัทยังมีแผนขยายธุรกิจใหม่ๆ ในกลุ่ม Influencer commerce เพิ่มช่องทางจำหน่ายมากขึ้นและมีโอกาสทำรายได้มากกว่าที่เราคาดไว้ และคาดธุรกิจมีเดียเพิ่มปีนี้ 6% โกล้เคียงกับเป้าหมายจากงานอีเวนต์ที่เพิ่มขึ้น และปีถัดไปคาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2% จากฐานรายได้เริ่มสูง คาดอัตราทำกำไรอยู่ที่ปีละ 52% เพิ่มขึ้นจากปี 2023 ตามรายได้ธุรกิจพาณิชย์ที่มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นซึ่งมีอัตรามาร์จิ้นดีกว่าและคาดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 43.5% จากอัตรากำไรเติบโตของรายได้มากกว่าค่าใช้จ่าย

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ขาย” จาก “ถือ” จากแนวโน้มผลประกอบการที่ยังมีความท้าทายในช่วงสภาวะเศรษฐกิจชะลตัวส่งผลต่อธุรกิจมีเดียและธุรกิจพาณิชย์ ราคาเป้าหมายใหม่จากการปรับประมาณการอยู่ที่ 12 บาท (อ้างอิงวิธี DCF, WACC 8%) โดยราคาปัจจุบันมี PER24F ค่อนข้างสูงอยู่ที่ 84X และคาด Dividend Yield'24F ที่ 0.8% ค่อนข้างต่ำยังไม่ที่น่าสนใจ ความเสี่ยง: เศรษฐกิจชะลตัว ยอดขายสินค้าไม่เป็นไปตามคาด

Figure 1. ผลประกอบการ 4Q23 และปี 2023

Bt,m	4Q23	4Q22	YoY	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ	2023	2022	YoY
Sales and Service Incomes	854	916	-7%	813	965	1,019	-16%	3,650	3,533	3%
Commerce	333	411	-19%	394	335	371	-10%	1,433	1,715	-16%
Media (TV, Radio, Music & Events)	521	505	3%	419	630	648	-20%	2,217	1,818	22%
<b>% Revenue breakdown</b>		0		0	0	0				
Commerce	39%	45%		49%	35%	36%		39%	49%	
Media (TV & Radio)	61%	55%		51%	65%	64%		61%	51%	
Cost of Sales and Services	530	496	7%	381	428	516	3%	1,855	1,789	4%
S&A Expenses	444	406	9%	418	395	433	2%	1,690	1,535	10%
EBIT	-110	24	n.a.	158	156	69	n.a.	274	268	2%
<b>Net Profit Bef Extra items</b>	<b>-125</b>	<b>-12</b>	<b>n.a.</b>	<b>-0</b>	<b>93</b>	<b>70</b>	<b>n.a.</b>	<b>39</b>	<b>137</b>	<b>-72%</b>
Extra items after tax	152	0	0%	92	0	1,112	0%	1,356	0	n.a.
<b>Net Profit</b>	<b>28</b>	<b>-12</b>	<b>n.a.</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>1,182</b>	<b>n.a.</b>	<b>1,395</b>	<b>137</b>	<b>916%</b>
Gross Profit margin	38%	46%		53%	56%	49%		49%	49%	
SG&A to sale	52%	44%		51%	41%	43%		46%	43%	
Core profit margin	n.a.	n.a.		0%	10%	7%		1%	4%	
Net profit margin	3%	-1%		11%	10%	116%		38%	4%	

Source: TISCO Research

Figure 2. ปรับประมาณการลงสะท้อนภาพรวมเศรษฐกิจชะลตัว

	2021	2022	2023	2024F	2025F	%	2025F	%	
				new	old	change	new	old	change
Revenue (Bt,m)	3,573	3,533	3,650	3,920	4,167	-6%	4,095	4,442	-8%
% growth (YoY)	-5%	-1%	3%	7%	14%		4%	7%	
<b>1. - Commerce</b>	<b>2,264</b>	<b>1,715</b>	<b>1,433</b>	<b>1,564</b>	<b>1,614</b>	<b>-3%</b>	<b>1,686</b>	<b>1,856</b>	<b>-9%</b>
% growth (YoY)	-5%	-24%	-16%	9%	13%		8%	15%	
<b>2. Media &amp; Entertainment</b>	<b>1,309</b>	<b>1,819</b>	<b>2,217</b>	<b>2,357</b>	<b>2,553</b>	<b>-8%</b>	<b>2,409</b>	<b>2,661</b>	<b>-9%</b>
% growth (YoY)	-6%	39%	22%	6%	15%		2%	4%	
<b>% Revenue breakdown</b>									
Commerce	63%	59%	50%	51%	51%		53%	53%	
Media & Entertainment	37%	51%	61%	60%	61%		59%	60%	
<b>Net Profit bef. Extra items</b>	<b>127</b>	<b>137</b>	<b>39</b>	<b>173</b>	<b>365</b>	<b>-53%</b>	<b>197</b>	<b>457</b>	<b>-57%</b>
% growth (YoY)	-76%	8%	-72%	346%	840%		14%	25%	
<b>Net Profit</b>	<b>127</b>	<b>137</b>	<b>1,395</b>	<b>173</b>	<b>365</b>	<b>-53%</b>	<b>197</b>	<b>457</b>	<b>-57%</b>
% growth (YoY)	-76%	8%	916%	-88%	-74%		14%	25%	
Gross margin	48.2%	49.4%	49.2%	52.0%	52.8%		52.0%	53.3%	
SG&A to sale	45.6%	43.5%	46.3%	43.5%	39.8%		43.5%	39.4%	
NP margin	3.6%	3.9%	38.2%	4.4%	8.7%		4.8%	10.3%	

Source: TISCO Research