

CEYE (CEYE TB)

บมจ. ตาซ่านิ

IPO

2022 Target Price (Bt)	4.60
IPO Price (Bt)	3.86
Up/downside (%)	+19.2
SET Index	1,619.59
Sector	MAI/Service
Foreign limit actual (%)	49.00/0.00
Free float (%)	25.93
Market cap (Bt m)	1,042.20
Issuer	CEYE
No. of IPO (mn shares)	70.00
Par value (Bt)	0.50
Subscription period	20-22 April 2022
First day trading	29 April 2022
Financial Advisor	Capital One Partners
Underwriter	Globex Securities

Source: Company data, Finansia estimates

Consolidated earnings

BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	266	361	421	459
Normalized profit	23	50	61	66
Net profit	28	50	61	66
(Bt) norm	0.12	0.18	0.23	0.24
EPS (Bt) reported	0.14	0.18	0.23	0.24
%growth y-y	101.9	29.4	23.4	7.7
Dividend/share (Bt)	0.20	0.07	0.09	0.10
BV(Bt)	1.54	2.08	2.16	2.23
EV/EBITDA (x)	16.0	11.1	9.2	8.1
PER (x) - norm	32.9	21.0	17.0	15.8
PER (x)	27.1	21.0	17.0	15.8
PBV (x)	2.5	1.9	1.8	1.7
Dividend yield (%)	5.2	1.9	2.4	2.5
ROE (%)	7.6	8.8	10.5	10.9
YE No. of shares (million)	200	270	270	270
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ตาซ่านิ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

Production House ที่มีชื่อเสียงและบริการครบวงจร

CEYE ดำเนินธุรกิจผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวสำหรับสื่อโฆษณามานานกว่า 30 ปี มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับในวงการและได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าอย่างต่อเนื่อง บริการของบริษัทยังครอบคลุมถึงการให้บริการตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์ การให้เช่าสตูดิโอ และต่อยอดจากการผลิตงานให้สื่อดั้งเดิมสู่สื่อออนไลน์ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตสูง บริษัทมีกระบวนการผลิตครบวงจรตั้งแต่ Pre-production, Production และ Post-production เพื่ออำนวยความสะดวกให้ลูกค้าทั้งเอเจนซี่โฆษณาและแบรนด์สินค้าต่างๆ ผลประกอบการในปี 2020-2021 ถูกกระทบจาก COVID-19 เราคาดว่ากำไรปกติปี 2022 จะฟื้นก้าวกระโดดจากฐานต่ำ +115.3% Y-Y และโตต่อเนื่อง +23.4% ในปี 2023 ตามอุตสาหกรรมโฆษณาและการขยายการลงทุนในอุปกรณ์การผลิตของบริษัท ประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 เท่ากับ 4.60 บาท (อิง PE 25 เท่า)

เป็น Production House ที่มีบริการครบวงจร มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ

CEYE ดำเนินธุรกิจผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวสำหรับสื่อโฆษณาเป็นหลัก คิดเป็นสัดส่วนรายได้กว่า 70% ของรายได้รวม นอกจากนี้ มีบริการตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์ มีสตูดิโอ 5 อาคารให้เช่า และมีธุรกิจสื่อออนไลน์ที่เริ่มดำเนินงานในปี 2019 จากการต่อยอดจากจุดแข็งด้านงานครีเอทีฟ โปรดักชั่น และสร้างคอนเทนต์ถือได้ว่าเป็น Production House ที่มีบริการครบวงจรเพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ลูกค้าทั้งเอเจนซี่โฆษณาและแบรนด์สินค้าต่างๆ ตาซ่านิดำเนินธุรกิจผลิตภาพนิ่งมานานกว่า 30 ปี มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักในวงการโฆษณาและเป็นที่ยอมรับของลูกค้าของบริษัทส่วนใหญ่เป็นกลุ่มลูกค้าเดิมที่ใช้บริการมาอย่างยาวนาน

คาดว่าอุตสาหกรรมโฆษณาจะกลับมาขยายตัวได้ 12% ในปี 2022

อุตสาหกรรมโฆษณาคืออุตสาหกรรมที่ถูกกระทบอย่างหนักจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 มาตรการ Lockdown และการจำกัดการรวมกลุ่ม ทำให้เม็ดเงินโฆษณาในปี 2020 หดตัว 11.5% Y-Y ก่อนจะกลับมาฟื้นตัวในช่วงปลายปี 2021 และทำให้เม็ดเงินโฆษณาทั้งปีลดลงเพียง 1.7% Y-Y สื่อดิจิทัลหรือสื่อออนไลน์เป็นสื่อที่เม็ดเงินโฆษณาดิบโตอย่างต่อเนื่องตลอด 10 ปีที่ผ่านมาและเร่งตัวมากขึ้นในช่วงปี 2020-2021 สำหรับปี 2022 ที่ผู้คนเริ่มกลับมาใช้ชีวิตปกติ สมาคมมีเดียเอเจนซี่และธุรกิจสื่อแห่งประเทศไทย (MAAT) ประเมินว่าอุตสาหกรรมโฆษณาคงเติบโตได้ 12% เป็นบวกต่อ CEYE ที่มีบริการครบวงจรโดยเฉพาะสื่อออนไลน์ที่มีแนวโน้มโตก้าวกระโดด

คาดการณ์ปี 2022 จะกลับมาฟื้นตัวหลังโควิดคลี่คลาย

ผลประกอบการของ CEYE ในปี 2020 ถูกกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้รายได้และกำไรปกติ -25.0% Y-Y และ -58.5% Y-Y ตามลำดับ รายได้และกำไรปกติปี 2021 เริ่มฟื้นตัว +15.6% Y-Y และ +52.1% Y-Y ตามลำดับ แต่กำไรปกติปี 2021 ยังต่ำกว่าช่วงก่อน COVID-19 อยู่กว่า 40% แนวโน้มปี 2022 CEYE จะฟื้นต่อเนื่องตามอุตสาหกรรมโฆษณาโดยเฉพาะด้านสื่อดิจิทัล สอดคล้องกับพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปจากกระแสความนิยมใน E-commerce ประกอบกับการขยายการลงทุนในอุปกรณ์การผลิตและเพิ่มพื้นที่ส่วนกลางเพื่อรองรับการใช้งานที่ไม่เพียงพอในปัจจุบัน เราคาดว่ารายได้และกำไรปกติปี 2022 +35.6% Y-Y และ +111.5% Y-Y ตามลำดับ คิดเป็นกำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 41.1% CAGR ในช่วงปี 2022-2024

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 4.60 บาท

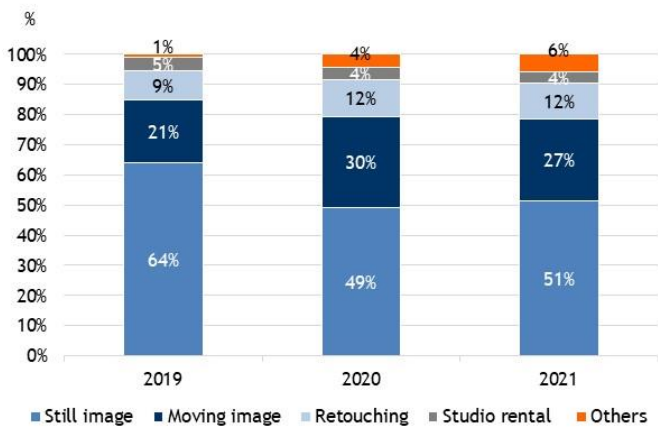
เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CEYE ด้วยวิธี Relative PE ที่ 25 เท่า เป็นราคาเป้าหมาย 4.60 บาท โดยเทียบเคียงกับบริษัทในกลุ่มมีเดีย 5 บริษัท แม้ว่าไม่มีบริษัทใดที่ทำธุรกิจเหมือนกับ CEYE แต่การเติบโตของอัตรากำไรสุทธิโฆษณาเช่นเดียวกัน พบว่ากลุ่มมีเดียมีค่าเฉลี่ย PE ปี 2022 ที่ 34.0 เท่า แต่คาดว่า ROE และอัตรากำไรขั้นต้นของ CEYE จะยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม ดังนั้น Target PE 25 เท่าจึงมีส่วนลดจากกลุ่ม

Company Overview

CEYE ดำเนินธุรกิจเกี่ยวข้องกับสื่อโฆษณา สื่อโทรทัศน์ และภาพยนตร์ ภายใต้ชื่อ “ตาชานี” ผลิตภัณฑ์และบริการของบริษัทประกอบด้วย 5 กลุ่มหลัก ได้แก่ (1) บริการผลิตภาพนิ่งสำหรับสื่อโฆษณา (2) บริการผลิตภาพเคลื่อนไหวสำหรับสื่อโฆษณา (3) บริการตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์ (4) บริการให้เช่าสตูดิโอ ณ สิ้นปี 2021 มี 5 อาคาร และ (5) บริการอื่นๆ อาทิ เช่น สื่อออนไลน์ซึ่งเริ่มดำเนินงานในปี 2019 เป็นการปรับตัวจากสื่อและการผลิตแบบดั้งเดิม สู่อินเทอร์เน็ต สื่อออนไลน์ และการนำเสนอในรูปแบบออนไลน์ รวมถึงมีบริการบริหารสื่อออนไลน์ให้แก่ลูกค้า

โครงสร้างรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-2021) รายได้หลักประมาณ 79-85% มาจากธุรกิจหลักเดิมของบริษัทคือการผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวสำหรับสื่อโฆษณา ส่วนรายได้จากบริการตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์มีสัดส่วน 9-12% รายได้จากให้เช่าสตูดิโอมีสัดส่วน 4-5% และรายได้จากธุรกิจสื่อออนไลน์ซึ่งเริ่มให้บริการได้ 2 ปีเศษมีสัดส่วน 4-6% ของรายได้รวม

โครงสร้างรายได้



Source: Company data

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CEYE ด้วยวิธี Relative PE ที่ 25 เท่า ทำให้ได้ราคาเป้าหมาย 4.60 บาท โดยเทียบเคียงกับบริษัทในกลุ่มมีเดีย 5 บริษัท แม้ว่าจะไม่มีบริษัทใดที่ทำธุรกิจเหมือนกับ CEYE แต่การเติบโตต้องอาศัยเม็ดเงินโฆษณาเช่นเดียวกัน พบว่ากลุ่มมีเดียมีค่าเฉลี่ย PE ปี 2022 ที่ 34.0 เท่า แต่ราคาต่อว่า ROE และอัตรากำไรขั้นต้นของ CEYE จะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เราจึงประเมิน PE ที่มีส่วนลดจากกลุ่ม

ESG

Environment

- บริษัทมีนโยบายส่งเสริมและให้ความรู้ด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมกับพนักงานทุกระดับ เพื่อใช้เป็นแนวทางร่วมกันในการพัฒนาและดูแลรับผิดชอบต่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อม มีการกำหนดขั้นตอนการจัดการของเสียอย่างชัดเจน ดูแลสิ่งแวดล้อมและร่วมพัฒนาชุมชนในบริเวณรอบโครงการต่างๆ ของบริษัท
- ธุรกิจของบริษัทคือการผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหว ให้เช่าสตูดิโอสำหรับถ่ายภาพยนตร์ โฆษณา และรายการโทรทัศน์ ก๊าซเรือนกระจกที่เกิดจากการประกอบธุรกิจของกลุ่มบริษัทมีปริมาณที่ไม่มีความสำคัญต่อสิ่งแวดล้อม อย่างไรก็ตาม บริษัทได้กำหนดนโยบายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและจัดทำรายงานการประเมินคาร์บอนฟุตพริ้นท์เพื่อใช้เป็นข้อมูลพื้นฐาน รวมถึงบริษัทได้ผ่านการพิจารณาการขึ้นทะเบียนฉลากคาร์บอนโดยได้รับเครื่องหมายคาร์บอนฟุตพริ้นท์ของบริษัท โดยบริษัทกำหนดให้มีการรายงานการปล่อยและดูดกลับก๊าซเรือนกระจกของบริษัทเป็นประจำทุกปี

Social

- บริษัทตระหนักถึงความความรับผิดชอบต่อสังคม คำนึงถึงผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องทั้งภายในและภายนอกองค์กร บริษัทมุ่งสร้างความสัมพันธ์ ความร่วมมือที่ตรงกับคุณค่า เพื่อเสริมสร้างศักยภาพและประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจร่วมกันในระยะยาว
- บริษัทเป็นส่วนหนึ่งในการสนับสนุนให้เกิดความยอมรับและให้ความรู้เกี่ยวกับเรื่องเพศที่ถูกต้องและความเท่าเทียมของกลุ่ม LGBTIQ+ ผ่านสื่อออนไลน์ชื่อว่า “SPECTRUM”

Governance

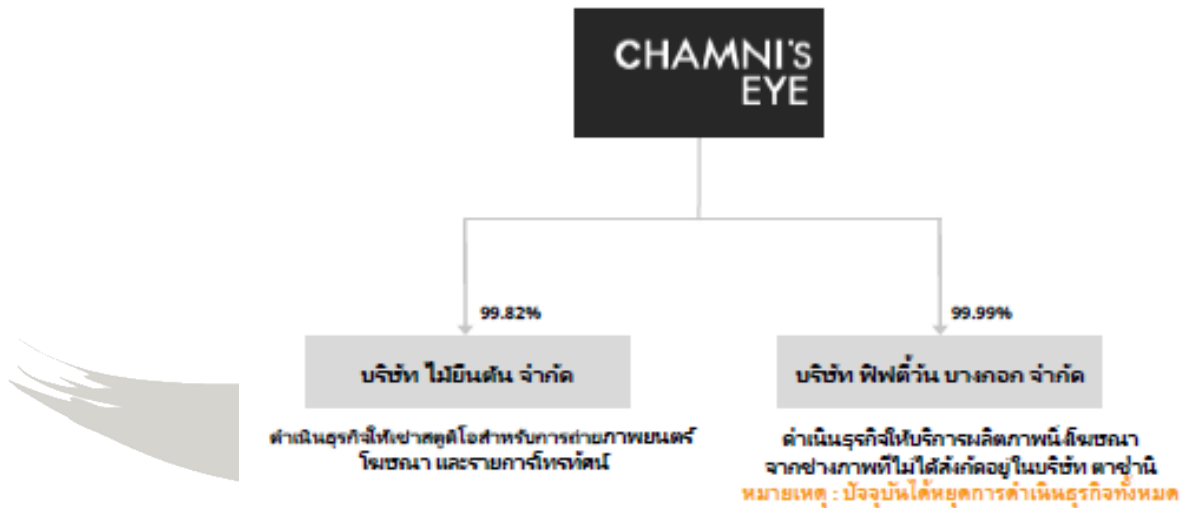
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการบริษัทจำนวน 7 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน สอดคล้องตามหลักเกณฑ์ ทำให้การพิจารณาและออกเสียงในการบริหารงานต่างๆ ของบริษัท มีการถ่วงดุลอำนาจกันอย่างเหมาะสมและมีประสิทธิภาพ
- กำหนดให้กรรมการ ผู้บริหารและพนักงาน ต้องไม่ใช้ข้อมูลภายในที่มีสาระสำคัญซึ่งอาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เพื่อผลประโยชน์ของตนเองและผู้อื่น ให้งดการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วง 1 เดือนก่อนทั้งการแจ้งหรือข้อมูลภายในเหล่านั้นจะถูกเปิดเผยต่อสาธารณชน และในช่วงเวลา 24 ชั่วโมงภายหลังข้อมูลถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนแล้ว
- เนื่องจากธุรกิจของบริษัทเกี่ยวข้องกับสื่อ บริษัทจึงมีคณะทำงานกำกับดูแลธุรกิจสื่อออนไลน์ มีหน้าที่ควบคุม ดูแล กลั่นกรองเนื้อหาและแนวทางการนำเสนอเรื่องที่เป็นประเด็นอ่อนไหวทางสังคม รวมถึงดูแลการใช้สื่อสังคมออนไลน์ในธุรกิจสื่อออนไลน์ของบริษัท

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

CEYE เป็น Production House ที่มีชื่อเสียงและมีบริการครบวงจร

บริษัท ตาชานี จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นในเดือน ต.ค. 1992 เพื่อประกอบธุรกิจผลิตภาพนิ่งสำหรับสื่อโฆษณาเป็นหลักในช่วงเริ่มต้น ต่อมาได้ขยายธุรกิจสู่การผลิตสื่อโฆษณาแบบภาพเคลื่อนไหว ธุรกิจสื่อออนไลน์ผ่านช่องทางต่างๆ เช่น Facebook Youtube และ Website เป็นต้น CEYE มีบริษัทย่อย 2 บริษัท คือ บริษัท ไมยรินทร์ จำกัด (CEYE ถือหุ้น 99.82%) ประกอบธุรกิจให้เช่าสตูดิโอ และ บริษัท ฟิฟตี้ วัน บางกอก (CEYE ถือหุ้น 99.99%) ประกอบธุรกิจผลิตภาพนิ่งโฆษณาจากช่างภาพที่ไม่ใช่ช่างภาพโดยเฉพาะของตาชานี อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน บจก.ฟิฟตี้ วัน บางกอก ได้หยุดดำเนินธุรกิจและอยู่ระหว่างชำระบัญชีและเจดเลิกบริษัท

โครงสร้างกลุ่มบริษัท



Source: Company presentation

ธุรกิจของกลุ่มบริษัทแบ่งออกเป็น 5 กลุ่มหลักได้แก่

1. **ผลิตภาพนิ่งสำหรับสื่อโฆษณา** บริษัทผลิตสื่อโฆษณาสำหรับประชาสัมพันธ์สินค้าและบริการของลูกค้าผ่านช่องทางต่างๆ ทั้งนิตยสาร สื่อออนไลน์ และสื่อภายนอกที่อยู่อาศัย เช่น สื่อโฆษณาระบบขนส่งมวลชน (Transit) สื่อโฆษณากลางแจ้ง (Outdoor) และสื่อโฆษณาภายในห้างสรรพสินค้า (In-store) เป็นต้น บริษัทให้บริการตั้งแต่ขั้นตอนการคิดสร้างสรรค์ผลงาน ซึ่งเป็นการคิดวิธีเล่าเรื่องตามแนวทางที่ลูกค้าต้องการ และขั้นตอนการผลิต (Production)

ตัวอย่างผลงานของบริษัท



Central Embassy



Cute Press



Citibank



Nescafe

Source: Company filing

2. **ผลิตภาพเคลื่อนไหวสำหรับสื่อโฆษณา** บริษัทเริ่มผลิตสื่อโฆษณาแบบภาพเคลื่อนไหวตั้งแต่ปี 2016 เป็นการปรับรูปแบบการดำเนินธุรกิจให้ทันกับการเข้ามาของสื่อออนไลน์ โดยบริษัทให้บริการตั้งแต่การคิดวิธีการนำเสนอวิธีการสื่อสาร และขั้นตอนการผลิต และขั้นตอนภายหลังการผลิต (Post-production) เช่น การตัดต่อ การแต่งสีเสียง ตามความต้องการของลูกค้า

ตัวอย่างผลงานของบริษัท



BAM



GP



Pizza Company

Source: Company filing

3. **ตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์** บริษัทให้บริการตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์ (Computer retouching) สำหรับภาพนิ่ง เช่น การตกแต่งภาพ (Retouching) การตกแต่งสี การประกอบฉากหลัง (Background) การสร้างภาพ 3 มิติ (3D) เป็นต้น

ตัวอย่างผลงานของบริษัท



Source: Company filing

4. ให้เช่าสตูดิโอ ดำเนินงานโดยบริษัทย่อยคือ บจก. ไมยน์ตัน โดยให้เช่าสตูดิโอแบบรายวันและรายเดือนเพื่อใช้ในการถ่ายภาพยนตร์โฆษณา และรายการโทรทัศน์ ปัจจุบัน บจก.ไมยน์ตัน มีสตูดิโอให้บริการ 5 อาคาร พื้นที่รวมประมาณ 2.4 ไร่

สตูดิโอของบริษัท



สตูดิโอ 1 : พะบุง
พื้นที่สตูดิโอ 165 ตร.ม.



สตูดิโอ 2 : ทองหลาง
พื้นที่สตูดิโอ 440 ตร.ม.



สตูดิโอ 3 : สักทอง
พื้นที่สตูดิโอ 560 ตร.ม.



สตูดิโอ 4 : ราชพฤกษ์
พื้นที่สตูดิโอ 560 ตร.ม.



สตูดิโอ 5 :
พื้นที่สตูดิโอ 600 ตร.ม.

ตัวอย่างผลงานของบริษัท



Source: Company filing

5. บริการอื่นๆ ได้แก่ สื่อออนไลน์ (Online media) บริษัทเริ่มธุรกิจสื่อออนไลน์ในปี 2019 เป็นการต่อยอดจากจุดแข็งด้านงานครีเอทีฟและโปรดักชั่น การสร้างคอนเทนต์ และเป็นการปรับตัวจากสื่อและการผลิตสื่อแบบดั้งเดิม สู่อสื่อและการนำเสนอในรูปแบบออนไลน์ซึ่งมีเป้าหมายที่เฉพาะเจาะจงมากขึ้น ปัจจุบันบริษัทมีสื่อออนไลน์ 5 สื่อ ประกอบด้วย Spectrum, Shifter, Love Like Laugh, Myanmar Good Friend และ Landmark ผ่านช่องทาง Facebook Youtube Instagram Website Twitter และ TikTok

Online media ของบริษัท



Source: Company filing

นอกจากนี้ บริษัทยังให้บริการบริหารสื่อออนไลน์ให้แก่ลูกค้า เพื่อให้เกิดความน่าสนใจ ส่งเสริมภาพลักษณ์ และสร้างปฏิสัมพันธ์กับผู้ติดตาม

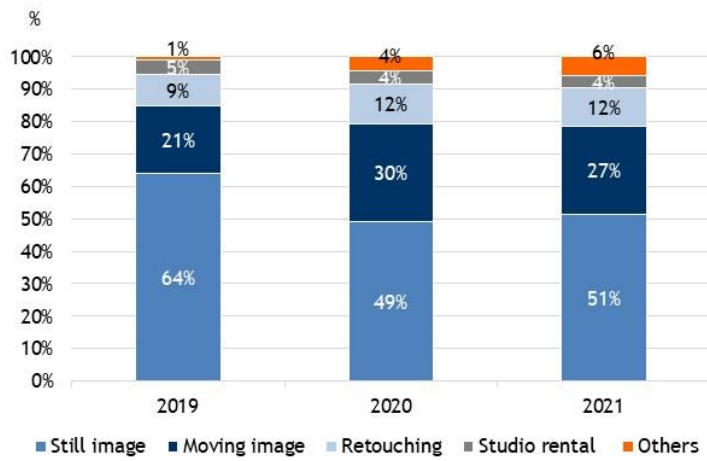


Source: Company filing

โครงสร้างรายได้

โครงสร้างรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-2021) รายได้หลักประมาณ 79-85% มาจากธุรกิจหลักเดิมของบริษัท คือการบริการผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวสำหรับสื่อโฆษณา ส่วนรายได้จากการบริการตกแต่งภาพด้วยคอมพิวเตอร์มี สัดส่วน 9-12% รายได้จากให้เช่าสตูดิโอมีสัดส่วน 4-5% และรายได้จากธุรกิจสื่อออนไลน์ซึ่งเริ่มให้บริการได้ 2 ปีเศษมีสัดส่วน 4-6% ของรายได้รวม

โครงสร้างรายได้แยกตามบริการ

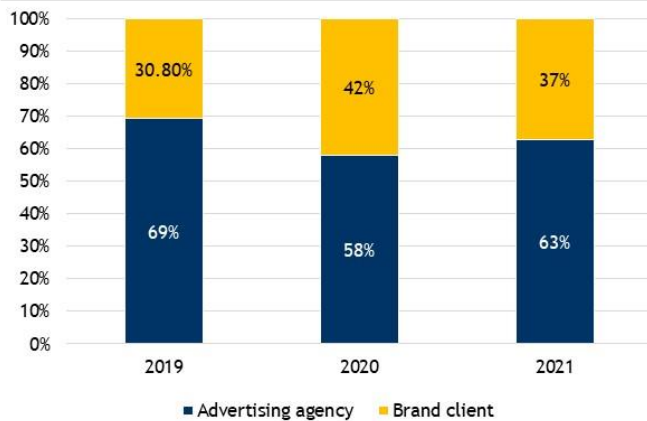


Source: Company Data

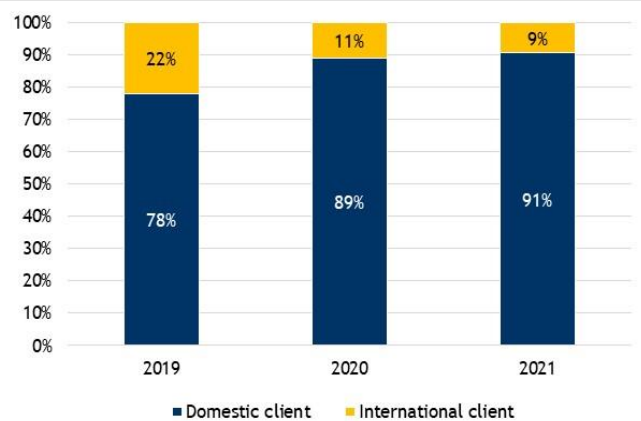
กลุ่มลูกค้าของบริษัทแบ่งเป็น 2 ประเภทคือลูกค้าเอเจนซีโฆษณา (Advertising agency) ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างบริษัทกับเจ้าของผลิตภัณฑ์ โดยทางเอเจนซีโฆษณาเป็นผู้วางแผนและคิด concept โฆษณา และติดต่อบริษัท เพื่อให้บริการทางด้าน Production ซึ่งบริษัทจะให้บริการผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวตาม concept ที่ลูกค้าเอเจนซีวางไว้

ส่วนลูกค้าอีกประเภทคือเจ้าของผลิตภัณฑ์ ซึ่งลูกค้าจะติดต่อบริษัทเองโดยตรง ในกรณีที่เจ้าของผลิตภัณฑ์มีแนวคิดและรูปแบบที่ต้องการ บริษัทจะผลิตภาพนิ่งหรือภาพเคลื่อนไหวให้ตรงตามความต้องการของลูกค้า แต่ในกรณีที่เจ้าของผลิตภัณฑ์ยังไม่มีแนวคิดและรูปแบบสื่อโฆษณา บริษัทจะให้บริการสร้างสรรค์แนวคิด (Creative) หรือผลิตสื่อโฆษณาให้ตรงตามความต้องการของลูกค้า

รายได้แบ่งตามประเภทลูกค้า



รายได้แบ่งตามกลุ่มลูกค้า



Source: Company Data

ประเด็นการลงทุน

อุตสาหกรรมโฆษณากำลังกลับมาขยายตัวหลังเปิดเมือง

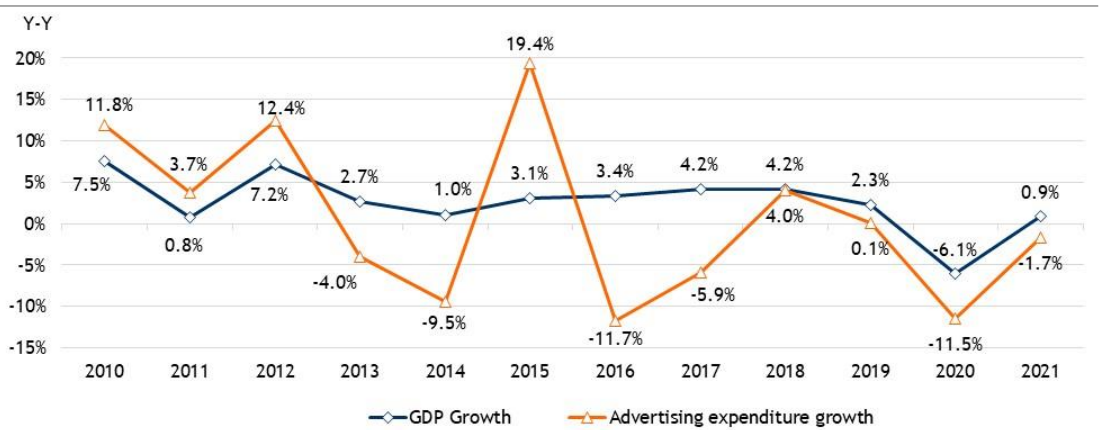
อุตสาหกรรมโฆษณาเติบโตตามการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศแต่อ่อนไหวมากกว่าอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจชะลอตัว งบประมาณประชาสัมพันธ์ซึ่งถือเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น มักถูกตัดงบประมาณออกหรือธุรกิจซื้อโฆษณาน้อยลง ในปี 2015 เม็ดเงินในอุตสาหกรรมโฆษณายาวตัวสูงที่สุดในรอบ 10 ปีที่ +19.4% Y-Y ก่อนจะลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 2 ปีถัดมาเนื่องจากประเทศไทยอยู่ในช่วงเวลานับถอยหลัง ทำให้รายการบันเทิงและรายการต่างๆ ลดลงอย่างมาก ขณะเดียวกันเศรษฐกิจไทยไม่ได้ขยายตัวมากนัก ส่งผลให้บริษัทห้างร้านและเจ้าของผลิตภัณฑ์ต่างลดค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับการโฆษณา เม็ดเงินโฆษณาเริ่มกลับมาฟื้นตัวในปี 2018 พร้อมกับการเปลี่ยนแปลงคือการเติบโตอย่างรวดเร็วของสื่อดิจิทัลและสื่อออนไลน์ จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ใช้อินเทอร์เน็ตในประเทศและการเข้าถึงอินเทอร์เน็ตได้มากขึ้น รวมถึงการที่รถไฟฟ้ามหานครเป็นขนส่งมวลชนสาธารณะหลักของคนในกรุงเทพฯ ทำให้แบรนด์สินค้าต่างๆ จับจองพื้นที่สื่อโฆษณาในรถไฟฟ้ามหานครและสื่อดิจิทัลในช่องทางต่างๆ

สื่อทีวียังคงเป็นสื่อหลัก ครองส่วนแบ่งตลาดกว่า 50% ของเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด เพราะเป็นสื่อที่เข้าถึงคนได้ทั่วประเทศ สามารถสร้าง Brand awareness ให้กับสินค้าได้เป็นอย่างดี แต่ส่วนแบ่งตลาดของสื่อทีวีและสื่อดั้งเดิมประเภทอื่นไม่ว่าจะเป็นวิทยุ หนังสือพิมพ์ และนิตยสาร มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องในอนาคตและถูกแทนที่ด้วยสื่อดิจิทัลหรือสื่อออนไลน์ รวมถึงสื่อออนไลน์

ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2021) ที่เกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 อย่างรุนแรงและยืดเยื้อ มีการ Lockdown หลายครั้ง ภาพรวมของอุตสาหกรรมโฆษณากลับมาหดตัว จากตัวเลขของ Nielsen Media Research พบว่าเม็ดเงินโฆษณาตกลง 11.5% Y-Y และ 1.7% Y-Y ในปี 2020-2021 ตามลำดับ จากมูลค่าตลาด 105,673 ล้านบาทในปี 2019 เหลือ 91,957 ล้านบาทในปี 2021 สื่อที่เติบโตได้มีเพียง 2 สื่อคือทีวีและสื่อออนไลน์เนื่องจากคนส่วนใหญ่ต้องใช้ชีวิตอยู่ในบ้าน

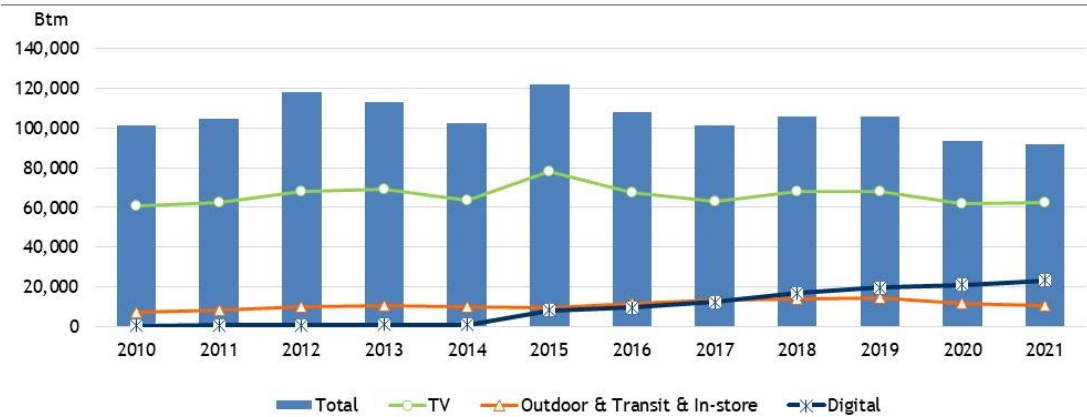
อย่างไรก็ตาม ทิศทางเม็ดเงินโฆษณาเริ่มทยอยฟื้นตัวตั้งแต่ช่วงปลายปี 2021 ภายหลังจากเปิดเมือง และโมเมนตัมการฟื้นตัวยังต่อเนื่องมาจนถึงในช่วง 2M22 โดยเม็ดเงินโฆษณาในเดือน ก.พ. 2022 +4.4% M-M แม้ว่าในงวด 2M22 เม็ดเงินโฆษณายังลดลง 1.8% Y-Y แต่สมาคมมีเดียเอเยนซีและธุรกิจสื่อแห่งประเทศไทย (MAAT) ได้ประเมินว่าอุตสาหกรรมโฆษณาในปี 2022 จะเติบโตได้ 12%

การเติบโตของเศรษฐกิจและเม็ดเงินโฆษณาในประเทศไทย



Source: Bank of Thailand, Nielsen Advertising Information Service, Digital Advertising Association (Thailand) (DAAT)

การขยายตัวของสื่อประเภทต่าง ๆ



Source: Nielsen Advertising Information Service, Digital Advertising Association (Thailand) (DAAT)

CEYE มีบริการครบวงจร รองรับช่องทางโฆษณาในสื่อต่าง ๆ

CEYE ให้บริการผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวแบบครบวงจร (One-stop service) ตั้งแต่ขั้นตอนการคิดสร้างสรรค์งาน (Creative) เพื่อให้ได้ไอเดียตรงตามที่ต้องการของลูกค้า การดำเนินการผลิตภาพนิ่งและภาพเคลื่อนไหวให้ตรงตามงบประมาณและความต้องการของลูกค้าตามที่ตกลงไว้ สำหรับใช้ในสื่อต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น สื่อนิตยสาร สื่อภายนอกที่อยู่อาศัย (Out-of-home media) หรือสื่อออนไลน์ เป็นต้น สำหรับการผลิตผลงาน เริ่มตั้งแต่ Pre-production คือการเตรียมงานผลิตภาพ ถึงขั้นตอนการผลิต (Production) ตลอดจนขั้นตอนหลังถ่ายทำเสร็จ (Post-production) นอกจากนี้ บริษัทยังมี Online media เพื่อเป็นช่องทางช่วยให้ลูกค้าสื่อสารหรือเผยแพร่เนื้อหาที่ลูกค้าต้องการได้ รวมถึงมีบริการบริหารสื่อออนไลน์ (Social media management) เพื่อส่งเสริมภาพลักษณ์ หรือเพิ่มการมีส่วนร่วมกับผู้ติดตามผ่านสื่อออนไลน์

บริษัทผ่านการปรับรูปแบบการดำเนินธุรกิจให้ทันกับการเข้ามาของสื่อออนไลน์เมื่อหลายปีก่อน จนปัจจุบันมีบริการที่ครบวงจร คือเป็นการอำนวยความสะดวกให้แก่ลูกค้าทั้งเอเจนซีและแบรนด์ดีสินค้าต่างๆ เป็นหนึ่งจุดแข็งที่แตกต่างจากคู่แข่งในวงการ

มีประสบการณ์และชื่อเสียงในวงการโฆษณาเป็นอย่างดี

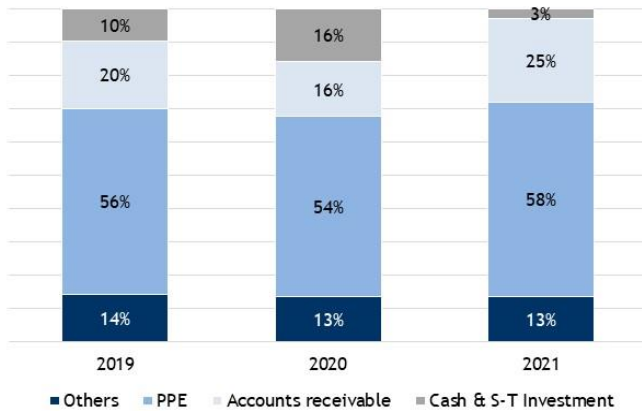
บริษัทดำเนินธุรกิจผลิตภาพนิ่งมานานกว่า 30 ปี มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับของลูกค้าทั้งเอเจนซีโฆษณาและเจ้าของผลิตภัณฑ์ และเป็นที่รู้จักเป็นวงกว้างในวงการโฆษณา มีบุคลากรและทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในวงการโฆษณายาวนาน สามารถสร้างสรรค์ผลงานและถ่ายทอดเรื่องราว รวมถึงการนำเสนอให้ตรงตามความต้องการของลูกค้า ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-2021) ลูกค้าเอเจนซีโฆษณาเป็นที่มาของรายได้หลัก มีสัดส่วน 58-69% ของรายได้รวม ลูกค้าของบริษัทส่วนใหญ่เป็นกลุ่มลูกค้าเดิมที่ใช้บริการมาอย่างยาวนาน สะท้อนให้เห็นความเชื่อมั่นและความไว้วางใจในคุณภาพของกลุ่มบริษัท

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

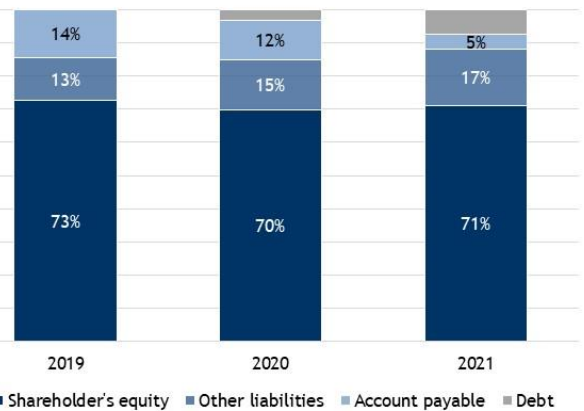
สิ้นปี 2021 บริษัทมีสินทรัพย์รวม 434.6 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2019 ที่ 388.3 ล้านบาท โดยสินทรัพย์หลัก 58.4% คือที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ รองลงมา 25.1% เป็นลูกหนี้การค้า แหล่งที่มาของสินทรัพย์มาจากส่วนของทุนเป็นหลัก ประมาณ 70% โดยส่วนของทุนเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามกำไรสะสมที่เพิ่มขึ้น บริษัทมีอัตราส่วน D/E ต่ำเพียง 0.41 เท่า หนี้สินส่วนใหญ่เป็นหนี้เงินกู้ยาว 38.0% ของหนี้สินรวม ส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาวซึ่งเป็นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

ภายหลังการ IPO ในครั้งนี้ บริษัทมีแผนนำเงินไปชำระหนี้แก่สถาบันการเงินประมาณ 25.0 ล้านบาทภายในปี 2023 และก่อสร้างอาคารสำนักงานแห่งใหม่และลงทุนในอุปกรณ์ เราคาดว่า D/E จะลดลงเป็น 0.20 เท่า ณ สิ้นปี 2022 และมีสถานะเป็น Net cash

สินทรัพย์

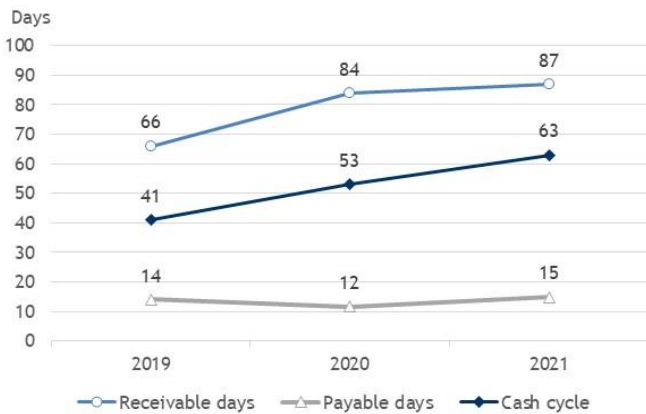


หนี้สิน

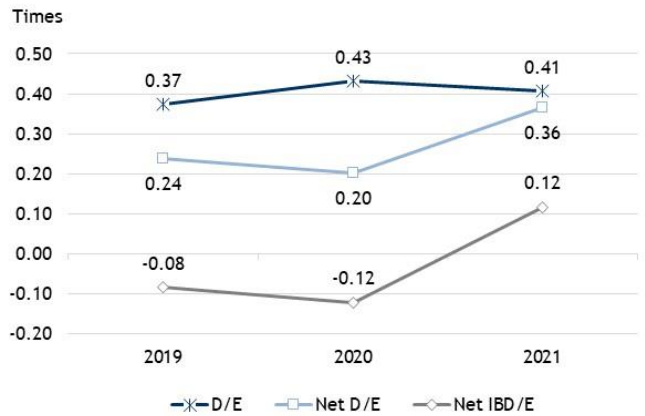


Source: Company data

อัตราส่วนสภาพคล่อง



D/E, Net D/E, Net IBD/E Ratios



Source: Company data

คาดการณ์รายได้และกำไรปกติ +19.9% และ +41.1% CAGR ในช่วงปี 2022-2024 ตามการฟื้นตัวของเม็ดเงินโฆษณา

ผลประกอบการในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2017-2021) รายได้แทบไม่เติบโต โดยเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 1.3% CAGR เพราะถูกกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 มาตรการ Lockdown และการจำกัดการรวมกลุ่ม ทั้งนี้ รายได้ในช่วง 3 ปีก่อนเกิด COVID-19 รายได้ยังมีการเติบโตเฉลี่ย 10.3% CAGR ในช่วงปี 2017-2019 ก่อนจะลดลง 25.0% Y-Y ในปี 2020 และฟื้นตัว +15.6% Y-Y ในปี 2021 เป็น 266.2 ล้านบาท

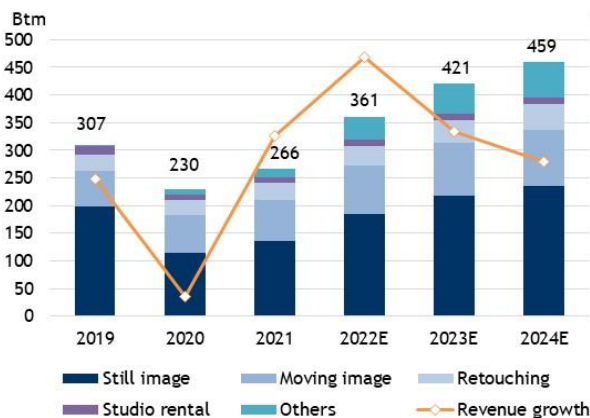
อัตรากำไรขั้นต้นในช่วงปี 2017-2019 อยู่ที่ระดับ 28-32% แต่ลดลงในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ปี 2020-2021 เป็น 21-23% จากรายได้ที่ลดลง แต่ต้นทุนบางส่วนเป็นต้นทุนคงที่ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ค่าเสื่อมราคาของอาคารและอุปกรณ์ เป็นต้น ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีสัดส่วนประมาณ 10.6%-12.8% ต่อรายได้ โดยค่าใช้จ่ายในการบริหารปี 2020-2021 ลดลงเนื่องจากบริษัทมีการปรับลดเงินเดือนผู้บริหารและพนักงานบางส่วน โดยความสมัครใจ

ปี 2021 บริษัทมีกำไรสุทธิ 28.4 ล้านบาท หากตัดรายการกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนและการกลับรายการโบนัสค้างจ่ายพนักงาน จะเป็นกำไรปกติ 23.5 ล้านบาท +52.1% Y-Y จากฐานต่ำในปี 2020 ซึ่งถูกกระทบอย่างหนักจาก COVID-19 คิดเป็น Norm profit margin 8.8% แม้ว่ากำไรจะฟื้นในปี 2021 แต่ยังคงต่ำกว่ากำไรในช่วงก่อน COVID-19 อยู่พอสมควร

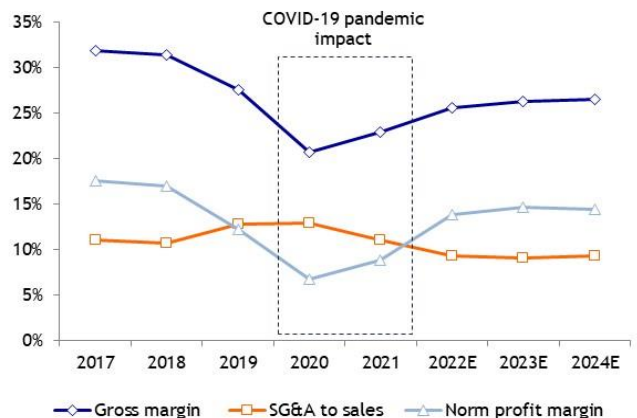
สำหรับปี 2022 เราคาดการณ์กำไรปกติ 49.7 ล้านบาท เติบโตก้าวกระโดด +111.5% Y-Y และโตต่อเนื่องเป็น 61.3 ล้านบาท ในปี 2023 +23.4% Y-Y และเป็น 66.0 ล้านบาทในปี 2024 +7.7% Y-Y คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 41.1% CAGR ในช่วงปี 2022-2024 โดยมีสมมติฐานดังนี้

1. เราคาดว่ารายได้จะขยายตัวเฉลี่ย 19.9% CAGR ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2022-2024) ตามอุตสาหกรรมโฆษณา โดยเฉพาะด้านสื่อดิจิทัล สอดคล้องกับพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปจากกระแสความนิยมใน E-commerce ขณะที่บริษัทมีบริการครบวงจร มีทีมงานที่มีประสบการณ์ และมีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับของลูกค้า ประกอบกับการขยายการลงทุนสร้างสตูดิโออัดเสียง อุปกรณ์การผลิต เพิ่มพื้นที่ส่วนกลาง เพื่อรองรับการใช้งานที่ไม่เพียงพอนับปัจจุบัน
2. คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะทยอยปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากบริษัทกำหนดราคาโดยใช้วิธี Cost plus ยกเว้นธุรกิจให้เช่าสตูดิโอซึ่งมีอัตรากำไรบริการตามขนาดของสตูดิโออยู่แล้ว
3. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นสัดส่วนต่อรายได้ที่ลดลงจากประสิทธิภาพในการบริหารค่าใช้จ่าย
4. ดอกเบี้ยจ่ายทยอยลดลงจากการชำระคืนเงินกู้แก่สถาบันการเงิน ค่าใช้จ่ายทางด้านดอกเบี้ยไม่มีนัยสำคัญต่อผลประกอบการอยู่แล้ว

รายได้และอัตราการเติบโต



อัตรากำไร

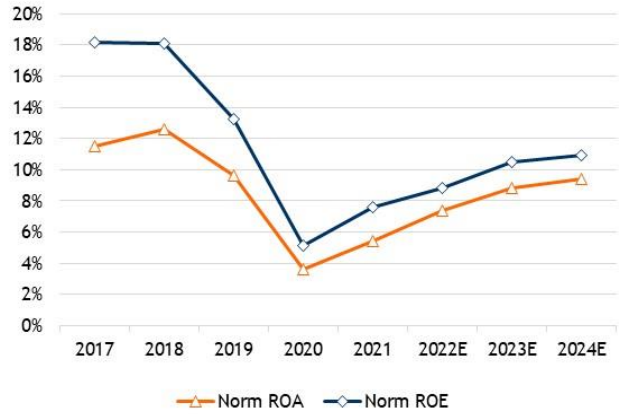


Source: Company data, Finansia estimates

กำไรปกติและอัตรากำไรต่อรายได้



ROA และ ROE



Source: Company data, Finansia estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CEYE ด้วยวิธี Relative PE ที่ 25 เท่า ทำให้ได้ราคาเป้าหมาย 4.60 บาท โดยเทียบเคียงกับบริษัทในกลุ่มมีเดีย 5 บริษัท แม้ว่าไม่มีบริษัทใดที่ทำธุรกิจเหมือนกับ CEYE แต่การเติบโตต้องอาศัยเม็ดเงินโฆษณาเช่นเดียวกัน พบว่ากลุ่มมีเดียมีค่าเฉลี่ย PE ปี 2022 ที่ 34.0 เท่า แต่เราคาดว่า ROE และอัตรากำไรขั้นต้นของ CEYE จะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เราจึงประเมิน PE ที่มีส่วนลดจากกลุ่ม

Peers Comparison (as of Mar 25, 2022)

	NPAT growth (%)		ROE (%)		PER (x)		PBV (x)		Dvd.Yld
	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E
BEC	41.9	26.6	17.4	19.7	30.7	25.4	5.2	4.8	1.9
ONE	31.1	18.7	15.0	16.8	26.2	22.6	4.0	3.6	1.6
PLANB	1124.7	33.9	11.6	13.2	40.2	31.8	4.5	4.2	1.6
VGI	87.4	427.1	0.3	2.7	336.7	63.1	2.0	2.1	0.3
WORK	27.9	107.9	9.0	10.0	38.9	25.4	2.6	2.5	1.8
Local Peers	216.5	112.8	10.7	12.5	34.0	26.3	3.4	3.4	1.5
CEYE	111.5	23.4	8.8	10.5	--	--	--	--	--

Source: Bloomberg, Finansia Research

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายปันผล

ก่อน IPO บริษัทมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 100.0 ล้านบาท (200.0 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาทต่อหุ้น) บริษัทจะเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้กับประชาชนทั่วไปครั้งนี้ 70 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาทต่อหุ้น) ทำให้ทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 135.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 270.0 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาทต่อหุ้น) ทั้งนี้ จำนวนหุ้น IPO คิดเป็น 25.93% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ CEYE

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. กลุ่มครอบครัวสุวรรณแสงโรจน์	62.05%	45.96%
1.1 นางสาวสุวรรณี สุวรรณแสงโรจน์	56.23%	41.65%
1.2 นายกীরติ สุวรรณแสงโรจน์	5.71%	4.23%
1.3 นายไพศาล สุวรรณแสงโรจน์	0.11%	0.08%
2. นายธานี ทิพย์มณี	30.74%	22.77%
3. นางสาวณัฐนันท์ กীরติกรยศนันท์	2.50%	1.85%
4. นางพิมพ์ วรรณประภา	0.76%	0.56%
5. บริษัทหับโห้หิ้น บางกอก จำกัด	0.74%	0.55%
6. นางสาวนุช เลิศวิวัฒน์ชัย	0.34%	0.25%
7. นางสาวณัฐริมา เทวอักษร	0.30%	0.22%
8. นายฉัตรชัย ชัยเทอดศิริ	0.30%	0.22%
9. นางพรรษา ปลูกรักษ์	0.23%	0.17%
10. นางสาวเจษฎา ตริวิทยานุรักษ์	0.20%	0.15%
รวมจำนวนหุ้นผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรก	98.15%	71.70%
11. ผู้ถือหุ้นรายอื่น (จำนวน 50 ราย)	1.85%	1.37%
รวมจำนวนหุ้น	100.00%	74.07%
จำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	--	25.93%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	200.00	270.00

Source: Company Data

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ

ธุรกิจของกลุ่มบริษัทเกี่ยวข้องกับสื่อโฆษณาโดยตรงซึ่งมีความอ่อนไหวต่อบัจจัยเศรษฐกิจ หากเศรษฐกิจชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคให้ลดลง ส่งผลต่อเนื่องมายังลูกค้าของบริษัทซึ่งเป็นเจ้าของแบรนด์สินค้าต่างๆ อาจต้องลดงบประมาณในการผลิตสื่อโฆษณา ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัท

ความเสี่ยงจากพฤติกรรมผู้บริโภคสื่อโฆษณาของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป

ปัจจุบันผู้บริโภคนิยมบริโภคสื่อโฆษณาจากสื่อออนไลน์มากขึ้น จากในอดีตที่นิยมบริโภคสื่อโฆษณาออฟไลน์ดั้งเดิม เช่น โทรทัศน์และป้ายโฆษณาต่างๆ ทำให้ลูกค้าของบริษัททั้งเอเจนซีโฆษณาและแบรนด์สินค้าเกิดการเปลี่ยนแปลงงบประมาณการลงโฆษณาเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าที่เปลี่ยนไป หากบริษัทไม่สามารถปรับตัวให้ทันกับความเปลี่ยนแปลง อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในระยะยาวของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการปรับตัวเพื่อตอบสนองความต้องการใหม่ของลูกค้าในด้านการพัฒนาการผลิตสื่อโฆษณาภาพเคลื่อนไหวและธุรกิจสื่อออนไลน์อย่างต่อเนื่อง รวมถึงการขยายบริการของบริษัทให้ครอบคลุมทั้งต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ ทั้งการให้บริการโฆษณาประชาสัมพันธ์ การผลิตสื่อออนไลน์และการจัดกิจกรรม

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากร

เนื่องจากชื่อเสียง ความสามารถ และผลงานของบุคลากรทั้งหัวหน้าผู้ควบคุมการผลิต (Executive Producer) และผู้ควบคุมการผลิต (Producer) มีความสำคัญต่อการหาลูกค้าในธุรกิจการผลิตสื่อโฆษณา หากเกิดการขาดแคลนบุคลากรจะส่งผลให้การดำเนินการของบริษัทขาดเสถียรภาพ บริษัทเห็นถึงความสำคัญในจุดนี้ จึงจัดสรรค่าตอบแทนให้บุคลากรอย่างเหมาะสม นอกจากนี้บริษัทมีผู้ควบคุมการผลิต (Producer) อื่นจากภายนอก (Outsource) เพื่อให้เพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่

บจก.ไมยิ้นตันซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CEYE ดำเนินธุรกิจให้เช่าสตูดิโอสำหรับการถ่ายทำภาพยนตร์และรายการโทรทัศน์ ในปัจจุบัน บจก.ไมยิ้นตันให้เช่าสตูดิโอแก่ลูกค้ารายใหญ่รายหนึ่งซึ่งเป็นบริษัทผู้ผลิตรายการโทรทัศน์ในประเทศไทย โดยลูกค้าทำสัญญาเช่าสตูดิโอแบบรายเดือน ในปี 2019-2021 บจก.ไมยิ้นตันมีรายได้จากลูกค้ารายใหญ่รายนี้คิดเป็น 92.5%, 79.7% และ 71.8% ของรายได้จากการให้บริการของบริษัทย่อย ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม รายได้จากลูกค้ารายดังกล่าวคิดเป็น 4.4%, 3.5% และ 2.8% ของรายได้ของทั้งกลุ่มบริษัทในช่วงปี 2019-2021 ทั้งนี้ ไม่มีลูกค้ารายใดที่สร้างรายได้เกิน 30% ของรายได้รวมทั้งกลุ่มบริษัท

ความเสี่ยงจากการเผยแพร่เนื้อหาธุรกิจสื่อออนไลน์ของ Spectrum และ Shifter

บริษัทเริ่มดำเนินธุรกิจสื่อออนไลน์ได้แก่ Spectrum และ Shifter ในปี 2019 โดย Spectrum จะนำเสนอเนื้อหาเกี่ยวกับความหลากหลายทางเพศและความรู้เรื่องเพศ เพื่อสนับสนุนให้เกิดการยอมรับ ความรู้เรื่องเพศที่ถูกต้อง และความเท่าเทียมของกลุ่ม LGBTIQ+ สำหรับ Shifter จะนำเสนอเนื้อหาเกี่ยวกับศิลปะวัฒนธรรมที่ไม่ได้อยู่ในกระแสหลัก เน้นกลุ่มเป้าหมาย Millennials หากบริษัทขาดกลไกในการควบคุมดูแลให้เหมาะสม อาจส่งผลให้เกิดผลกระทบในทางลบต่อกิจการและภาพลักษณ์ของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	230	266	361	421	459
Cost of sales	183	205	269	311	337
Gross profit	47	61	92	110	122
SG&A	30	29	34	38	42
Operating profit	18	32	58	72	79
Other income	2	2	2	2	2
EBIT	20	33	61	75	82
EBITDA	36	51	80	96	105
Interest charge	1	3	2	2	1
Tax on income	0	0	0	0	0
Earnings after tax	3	7	9	12	14
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	15	23	50	61	66
Extraordinary items	-1	5	0	0	0
Net profit	14	28	50	61	66

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	17	35	50	61	66
Deprec. & amortization	17	17	20	22	24
Change in working capital	4	-42	-32	-14	-11
Other adjustments	3	-2	-6	0	-10
Cash flow from operations	41	9	31	69	69
Capital expenditure	-25	-37	-50	-45	-15
Others	0	0	-2	-1	-1
Cash flow from investing	-25	-37	-52	-46	-16
Free cash flow	15	-28	-21	22	53
Net borrowings	19	15	-6	-11	-17
Equity capital raised	0	0	233	0	0
Dividends paid	0	-40	-20	-25	-26
Others	-3	-3	0	0	0
Cash flow from financing	16	-28	207	-36	-42
Net change in cash	31	-56	186	-14	10

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	69	13	199	186	196
Accounts receivable	70	109	124	128	128
Inventory	0	1	1	1	1
Other current assets	9	11	18	21	23
Total current assets	148	134	342	336	348
Investment properties	1	1	1	1	1
PPE	233	254	284	307	299
Goodwill	12	12	12	12	12
Other assets	37	35	36	38	39
Total assets	431	435	675	693	698
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	51	20	31	38	41
Current maturities	3	12	13	13	3
Other current liabilities	9	19	10	10	11
Total current liabilities	62	50	54	62	55
Long-term debt	46	51	45	33	26
Other non-current liab.	22	24	14	15	14
Total non-current liab.	68	75	59	48	40
Total liabilities	130	126	113	110	95
Registered capital	100	100	135	135	135
Paid up capital	100	100	135	135	135
Share premium	63	63	261	261	261
Legal reserve	5	7	7	7	7
Retained earnings	128	134	154	176	195
Others	5	5	5	5	5
Non-control interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	301	309	562	584	603

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	25.0	15.6	35.6	16.6	9.0
EBITDA	41.6	38.7	58.4	20.4	9.1
Net profit	62.2	101.9	74.7	23.4	7.7
Normalized earnings	58.5	52.1	111.5	23.4	7.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	20.6	22.9	25.5	26.2	26.5
EBITDA margin	15.8	19.0	22.2	22.9	22.9
EBIT margin	8.6	12.5	16.8	17.7	17.8
Normalized profit margin	6.7	8.8	13.8	14.6	14.4
Net profit margin	6.1	10.7	13.8	14.6	14.4
Normalized ROA	3.6	5.4	7.4	8.8	9.5
Normalized ROE	5.1	7.6	8.8	10.5	10.9
Normalized ROCE	5.3	8.7	9.7	11.8	12.7
Risk (x)					
DE	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
Net D/E	0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.2
Net debt/EBITDA	-1.0	0.7	-1.9	-1.6	-1.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.07	0.14	0.18	0.23	0.24
Normalized EPS	0.08	0.12	0.18	0.23	0.24
EBITDA	0.18	0.25	0.30	0.36	0.39
Book value	1.50	1.54	2.08	2.16	2.23
Dividend	0.00	0.20	0.07	0.09	0.10
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	54.8	27.1	21.0	17.0	15.8
Norm P/E	50.0	32.9	21.0	17.0	15.8
P/BV	2.6	2.5	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	20.2	16.0	11.1	9.2	8.1
Dividend yield (%)	0.0	5.2	1.9	2.4	2.5

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>
<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2021

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC