

โคแมนซี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล

ตัวเลือกลงทุนใหม่ของหุ้น ICT ขนาดเล็ก

ผู้นำธุรกิจโปรแกรมบริหารงานโรงแรม ที่มุ่งต่อยอดบริการใหม่สู่ทุกธุรกิจภาคท่องเที่ยว ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมรุ่งเรืองของประเทศ โดยเริ่มต้น ชื่อกิจการศักยภาพสูง MSL ที่พร้อมช่วยหนุนกำไร 3 ปีให้เติบโตปีละ 34.3% ขณะที่ยังพร้อมนำเงิน IPO ที่ได้นำโอกาสลงทุนในกิจการใหม่ๆ มาเสริมอีก

ระดมทุนต่อยอดสู่เป้าหมายผู้นำซอฟต์แวร์สำหรับธุรกิจท่องเที่ยว

จากจุดแข็งซึ่งเป็นผู้นำโปรแกรมบริหารโรงแรมที่มีลูกค้าระดับบน COMAN มุ่งมั่นขึ้นเป็นผู้ให้บริการในทุกธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับท่องเที่ยว เพื่อเติบโตไปกับอุตสาหกรรมสำคัญของประเทศ แม้ได้รุกขยายโดยการเข้าซื้อกิจการ MSL ซึ่งเชี่ยวชาญเทคโนโลยีแห่งอนาคต เช่น Cloud, Big Data แต่เพิ่งถือเป็นจุดเริ่มต้น จากนั้นคาดว่าจะลงทุนในกิจการอื่นเพิ่มสร้างการเติบโตมากขึ้นด้วยเงิน IPO ครั้งนี้

เพียงฐานธุรกิจเดิมสามารถขับเคลื่อนกำไร 3 ปีนี้โตแรงปีละ 34.3%

แม้ยังไม่รวมผลบวกของการลงทุนในกิจการอื่นด้วยเงิน IPO ทิศทางกำไรนี้คาดเติบโตสูง 59% มากกว่า Dilution Effect จากการทำ IPO ที่ 34% และคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยอีก 29% ต่อไปในปี 2560-61 เกิดจากการออกโปรแกรมบริหารโรงแรมพีเจอาร์ใหม่ๆ เพิ่มเติมตอบโจทย์การใช้งานปัจจุบันทั้งบนอุปกรณ์เคลื่อนที่และการเข้าใช้งาน Cloud นอกจากนี้ คาดมีรายได้เพิ่มจากโปรแกรมใหม่ Business Intelligent ที่ได้ร่วม กับ MSL นำทักษะ Big Data ร่วมกันพัฒนา ขณะที่ธุรกิจ MSL มีงานในมือและศักยภาพหาลูกค้าใหม่ พร้อมหนุนการเติบโตรายได้รองรับการเติบโตอีกเฉลี่ยปีละ 32% จากปี 2558

ตัวเลือกการลงทุนใหม่ของกลุ่ม ICT ขนาดเล็ก

เป็นตัวเลือกการลงทุนใหม่ของกลุ่ม ICT เพราะเป็นผู้พัฒนาซอฟต์แวร์รายแรกที่จดทะเบียนในตลาดฯ จึงนำมาสู่การกำหนด Fair Value ปี 2560 อิงค่า PER บริษัทที่ทำธุรกิจด้านซอฟต์แวร์ในต่างประเทศ แต่เพื่อสะท้อนการเติบโตกำไรในปี 2560 ของ COMAN ที่เหนือกว่ากลุ่ม คือ 28% ขณะที่ค่าเฉลี่ยบริษัทอื่นอยู่ที่ราว 8.5% จึงใช้ PER 20 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม ได้มูลค่าเหมาะสม 8.2 บาท

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)			ก่อน IPO	หลัง IPO
ประชาชน	34	กลุ่มนายสมบุญ คุชวิริยะ	51.0%	38.1%
กรรมการ/พนักงาน	0	กลุ่มนายอภิชัย สกฤตย์เดช	49.0%	36.6%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)			ประชาชน	25.4%
ก่อน IPO	50.0	รวม	100.0%	100.0%
หลัง IPO	67.0			
ราคาพาร์ (บาท)	0.50			

FY: ปีค 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	13.29	27.04	42.99	55.05	66.08
กำไรปกติ (ล้านบาท)	13.28	23.44	42.99	55.05	66.08
EPS (บาทต่อหุ้น)	3.32	0.94	0.32	0.41	0.49
DPS (บาทต่อหุ้น)	3.75	1.27	0.13	0.16	0.20
BVS (บาทต่อหุ้น)	4.89	3.83	2.61	2.96	3.29
ROE (%)	66.0	41.5	18.6	14.7	15.8

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS (ปรับปรุงจำนวนหุ้นสิ้นปี 2557-58 ฐานราคาพาร์ใหม่ที่ 0.5 บาท)

หมวดธุรกิจ

เทคโนโลยีฯ

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้
จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้น
สามัญเพิ่มทุนของ COMAN ในครั้งนี้ โดย
การจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ใน
การนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น
การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนัก
ลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้
(Black out period) ตั้งแต่วันที่ 14 ตุลาคม
2559 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน
ก่อนตัดสินใจลงทุน

สุวัฒน์ วัฒนพวงสรน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

Suwat.re@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

COMAN ผู้นำโปรแกรมบริหารโรงแรมที่มุ่งขยายฐานลูกค้าสู่ธุรกิจท่องเที่ยว

บมจ. โคแมนชี อินเตอร์เนชั่นแนล (COMAN) ก่อตั้งในปี 2546 โดยคนสมบุรณ์ ศุขีวิริยะ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นใหญ่ ที่มีประสบการณ์พัฒนาโปรแกรมบริหารงานโรงแรมนาน 30 ปี เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยให้ COMAN ก้าวขึ้นมาเป็นหนึ่งในผู้นำธุรกิจด้านการพัฒนาและจำหน่ายโปรแกรมบริหารงานโรงแรม (Hotel Software) ครบวงจร โดยมีโปรแกรมหลากหลายครอบคลุมทุกแผนกตั้งแต่ต้อนรับจนถึงงานสนับสนุน ช่วยให้มีประสิทธิภาพในการแยกขายเป็นรายโปรแกรมได้ตามความต้องการใช้งานจริงของลูกค้า

นอกจากนี้ COMAN ให้บริการอัปเดตโปรแกรมที่ลูกค้าซื้อไปให้เป็นรุ่นล่าสุด พร้อมบำรุงรักษาหลังการขายสำหรับผู้ซื้อโปรแกรมในปีแรก และเรียกเก็บค่าใช้จ่ายรายปีสำหรับผู้ที่ยังต้องการบริการดังกล่าวในปีถัดไป

ปัจจุบันกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ COMAN คือ โรงแรมระดับ 3 ดาวขึ้นไปเป็นหลัก ซึ่งเป็นตลาดที่มีคู่แข่ง คือ ผู้พัฒนาโปรแกรมจากต่างประเทศ 2 ราย คือ Micros และ Fidelio ได้ (ปัจจุบันทั้ง 2 รายได้ถูก ORACLE ผู้ผลิตซอฟต์แวร์รายใหญ่ของโลกซื้อกิจการไปแล้ว) แต่การทำตลาดของ COMAN อยู่ภายใต้จุดเด่นที่เหนือกว่าคู่แข่ง คือ

1) คุณภาพการให้บริการหลังการขายกับโรงแรมประเทศไทยที่สูงกว่าคู่แข่ง จากข้อได้เปรียบที่มีฐานธุรกิจในประเทศไทยโดยตรง ทำให้ตอบสนองความต้องการได้รวดเร็วกว่า

2) ความสามารถพัฒนาโปรแกรมที่คุณสมบัติเทียบเคียงต่างประเทศออกขายได้ในราคาถูกกว่าต่างประเทศอย่างมีนัยยะ จากจุดเด่นขนาดธุรกิจที่เล็กกว่าผู้ผลิตระดับโลก ทำให้มีต้นทุนคงที่ธุรกิจต่ำกว่า รวมทั้งผู้พัฒนาโปรแกรมของ COMAN ล้วนเป็นคนไทย จึงช่วยต้นทุนต่ำกว่าคู่แข่งค่อนข้างมาก

กลยุทธ์ดังกล่าว ส่งผลให้ COMAN ขยายฐานลูกค้าโรงแรมอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะโรงแรมที่ไม่ได้เป็นเครือข่ายของต่างประเทศ ปัจจุบันมีลูกค้าโรงแรมรวม 650 แห่ง รวมจำนวนห้องพักกว่า 1 แสนห้อง แม้ COMAN จะมีข้อจำกัด คือ ไม่สามารถรุกกลุ่มลูกค้าเครือโรงแรมที่มาจากต่างประเทศ ที่ต้องใช้ 2 โปรแกรมข้างต้นตามบริษัทแม่ได้

โดยหลังจากรุกตลาดกลุ่มโรงแรม จนถือเป็นหนึ่งในผู้นำกลุ่ม COMAN ตั้งเป้าหมายยกระดับธุรกิจผู้พัฒนาโปรแกรมบริหารจัดการธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวทุกประเภท โดยเริ่มมุ่งสู่เป้าหมายดังกล่าวตั้งแต่ก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ COMAN เข้าซื้อกิจการที่เกี่ยวข้องกันเข้ามาแล้ว 1 แห่ง คือ บริษัท เอ็ม เอส แอล ซอฟต์แวร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (MSL) พร้อมถือหุ้น 99.9%

COMAN เริ่มขยับสู่เป้าหมายทางธุรกิจใหม่ โดยการเข้าซื้อกิจการ MSL ตั้งแต่ก่อนจดทะเบียน IPO

ภาพรวมธุรกิจกลุ่ม COMAN



99.9%



บมจ. โคแมนชี อินเตอร์เนชั่นแนล

ทุนจดทะเบียน: 67,000,000 บาท

ทุนชำระแล้ว: 50,000,000 บาท

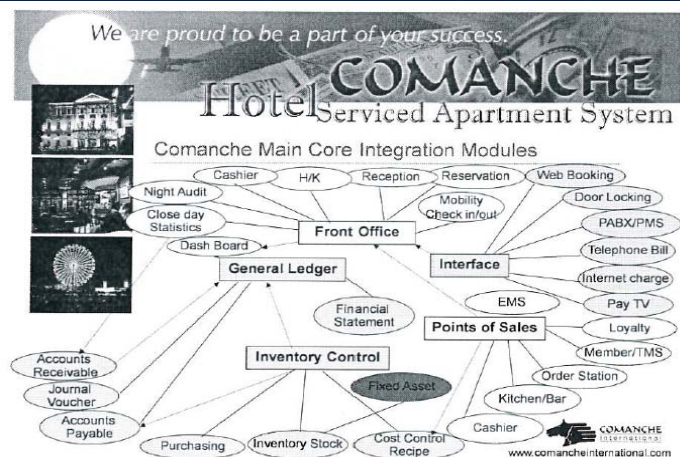
บจก. เอ็มเอสแอล ซอฟต์แวร์ (ไทยแลนด์)

ทุนจดทะเบียน: 23,461,300 บาท

ทุนชำระแล้ว: 23,461,300 บาท

ที่มา : บริษัท

โปรแกรมบริหารงานโรงแรมที่ครบวงจร



ที่มา : บริษัท

MSL มีความสามารถทางเทคโนโลยีและลูกค้าให้ต่อยอด

MSL ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องเนื่องกับ COMAN คือ การให้บริการรับออกแบบและพัฒนาโปรแกรม ภายใต้ความต้องการของลูกค้าที่หลากหลาย โดยมีลักษณะการรับงานเป็นโครงการ (Project Base) ด้วยความสามารถในการออกแบบและประยุกต์ใช้เครื่องมือ อุปกรณ์ และโปรแกรมขั้นพื้นฐานจากผู้ผลิตด้านเทคโนโลยีทันสมัยจากผู้ผลิตชั้นนำหลายรายทั่วโลก เช่น HP Amazon Adobe มาให้บริการกับลูกค้าได้อย่างเหมาะสม

นอกจากนี้ จุดที่น่าสนใจสำหรับธุรกิจ MSL คือ ความเชี่ยวชาญในเทคโนโลยีแห่งอนาคต คือ การบริหารจัดการฐานข้อมูลขนาดใหญ่ (Big Data) ที่มีมากมายได้ในเชิงลึก (Analytics) ช่วยให้ผู้ใช้สามารถนำข้อมูลที่ได้มาบริหารจัดการไปใช้งานทางธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ และ COMAN เล็งเห็นถึงประโยชน์ดังกล่าวที่จะช่วยต่อยอดพัฒนาเป็นโปรแกรมที่จะช่วยผู้บริหารโรงแรมในการวิเคราะห์และตัดสินใจทางธุรกิจ

เห็นโอกาสการเติบโตจากทุกแหล่งรายได้

ภาพรวมของ COMAN ทั้งกลุ่ม สามารถแบ่งรายได้ออกมาได้ 4 กลุ่ม ซึ่งทางบริษัทวางแผนสร้างการเติบโตในอนาคตได้ทั้งหมด คือ

1) รายได้จากการขายและติดตั้งโปรแกรมให้กับลูกค้าโรงแรม (42.4% ของรายได้รวม) มาจากการขายโปรแกรมดั้งเดิมให้กับลูกค้าใหม่ และการพัฒนาโปรแกรมรองรับรูปแบบการใช้งานใหม่ๆ ให้กับฐานลูกค้าเดิม โดย COMAN ตั้งเป้าหมายขยายฐานรายได้ผ่านรูปแบบต่างๆ ดังนี้

ปี 2559 : COMAN นำเสนอโปรแกรมบริหารจัดการโรงแรมที่ใช้งานผ่านอุปกรณ์เคลื่อนที่

ปี 2560-61 : COMAN ยังต่อยอดนำฐานข้อมูลอุตสาหกรรมโรงแรมและการเข้าพัก พัฒนาเป็นโปรแกรมช่วยวิเคราะห์ข้อมูลธุรกิจโรงแรมด้วยสถิติจากแหล่งต่างๆ (Business Intelligence) โดยถือเป็นหนึ่งในรูปแบบที่นำความสามารถ MSL มาประยุกต์

ปี 2560-61 : ขยายฐานลูกค้ากลุ่มโรงแรมระดับ 1-2 ดาว ที่ขาดเงินทุนซื้อขาดโปรแกรม แต่ต้องการใช้ระบบบริหารสกาล โดย COMAN จะพัฒนาระบบการเข้าใช้งานโปรแกรมผ่าน Internet โดยคิดเงินเป็นค่าใช้จ่ายรายเดือน

2) รายได้ประจำ จากกลุ่มลูกค้าที่ตกลงซื้อโปรแกรมไปแล้ว 1 ปี และต้องการให้บริษัทบำรุงรักษาและอัปเดตเวอร์ชันใหม่ๆ ซึ่งลูกค้าที่ตกลงซื้อและมีค่าใช้จ่ายเป็นรายปีในปีถัดไป ทั้งนี้ ปัจจุบันมีสัดส่วนจำนวนลูกค้าใช้บริการราว 51% ของฐานลูกค้าทั้งหมด ซึ่งบริษัทวางแผนจะเพิ่มสัดส่วนให้มากขึ้น (28.8% ของรายได้รวม)

3) รายได้จากการบริการพัฒนาและติดตั้งระบบงานของ MSL (26.4% ของรายได้รวม)

4) รายได้ให้บริการดูแลรักษาระบบต่อเนื่อง ภายหลังติดตั้งให้กับลูกค้า MSL

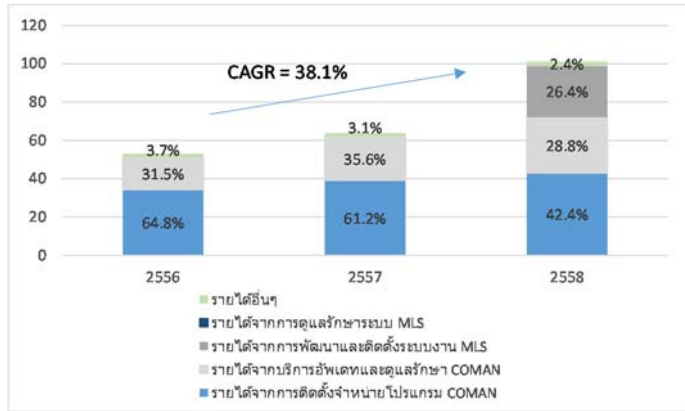
โดยในส่วนของ MSL ปัจจุบันมีงานในมือ ณ สิ้นสุด 2Q59 ที่รอการส่งมอบและจะทยอยรับรู้รายได้ในปี 2559-61 สูง และน่าจะหนุนฐานรายได้ MSL จาก 2 แหล่งดังกล่าวในปี 2558 ที่ต่ำเพียง 29 ล้านบาท เห็นการเติบโตมากขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 3 ปีข้างหน้าได้แน่นอน

ประสิทธิภาพทำกำไรสูงจากความสำเร็จของการพัฒนาโปรแกรมในอดีต

ขณะที่ในด้านต้นทุน ช่วงที่มีการพัฒนาโปรแกรมใหม่ๆ จะมี 2 องค์ประกอบหลักๆ คือ 1) ต้นทุนค่าตัดจำหน่ายโปรแกรมที่พัฒนาขึ้นมาใหม่ และ 2) ต้นทุนค่าบุคลากร แต่ในภาวะปัจจุบัน COMAN ได้ตัดจำหน่ายต้นทุนในการพัฒนาโปรแกรมบริหารงานโรงแรมตัวหลักไปหมดแล้วในอดีต แต่การที่ยังสามารถหารายได้จากการขายโปรแกรมหลักได้อยู่ ถือเป็นประเด็นที่ช่วยให้ประสิทธิภาพการทำกำไรของบริษัทในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาสูงและขยับขึ้นได้เป็นลำดับ

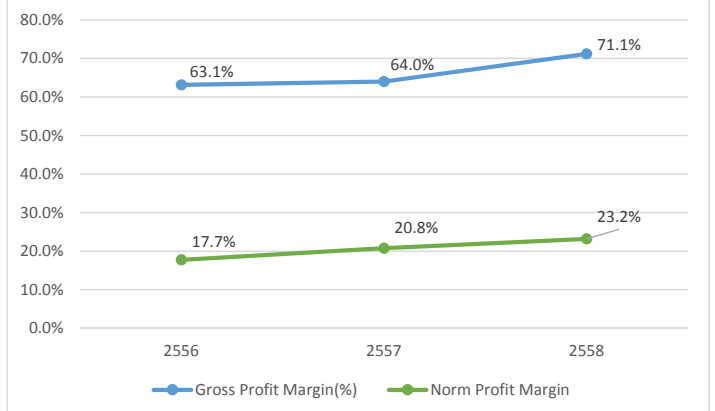
MSL ช่วยต่อยอดธุรกิจเดิมของ COMAN และยังไม่มี Backlog ในธุรกิจตนเองที่สูงพร้อมหนุนการเติบโต

รายได้ COMAN (รวม MSL และแบ่งตามประเภทบริการ)



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS (รวมงบ MSL เฉพาะในปี 2558)

ประสิทธิภาพการกำไร



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS (รวมงบ MSL เฉพาะในปี 2558)

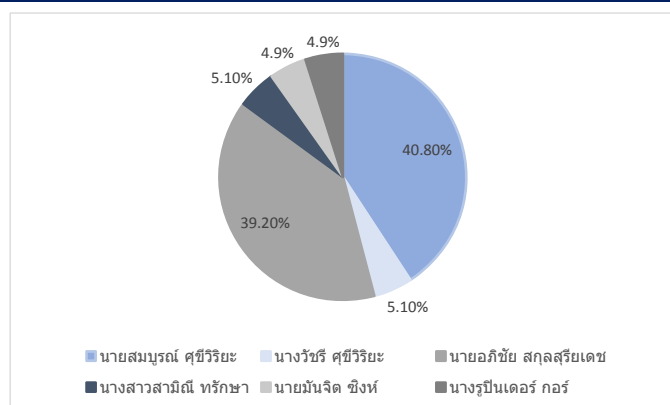
นำเงิน IPO ไปลงทุนในกิจการที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป้าหมายระยะยาว

เพื่อขยายเข้าสู่โอกาสทางธุรกิจที่จะก้าวสู่เป้าหมายของบริษัท คือ ผู้นำในการพัฒนาโปรแกรมบริหารงานธุรกิจท่องเที่ยว COMAN จึงเข้าจดทะเบียนในหลักทรัพย์ เพื่อระดมทุนผ่านการขายหุ้นเพิ่มทุน IPO โดยจะนำเงินส่วนหนึ่งไปลงทุนในกิจการอื่นมาต่อยอดการเติบโต ส่วนที่เหลือจะแบ่งไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ อาทิ การนำเงินสดไปเป็นหลักประกันกับธนาคารเพื่อให้ออกหนังสือค้ำประกันสำหรับการรับงานโครงการที่ใหญ่ขึ้นของ MSL

ทั้งนี้ ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ COMAN มีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 50 ล้านบาท (จำนวนหุ้น 100 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 0.5 บาท) และครั้งนี้จะระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนอีก 34 ล้านหุ้น โดยรวมจะมีจำนวนหุ้นหลังเพิ่มทุน IPO ทั้งสิ้น 134 ล้านหุ้น คิดเป็น Dilution Effect จากการเพิ่มทุน 34% โดยภายหลังจากการระดมทุนดังกล่าวกลุ่มผู้ถือหุ้นหลักเดิม 6 ราย จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเดิมจาก 100% เหลือ 74.63% ของทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วใหม่ที่ 134 ล้านหุ้น และผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะถูกห้ามซื้อขายหุ้น (Silent Period) ทั้งหมด ตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้ว ห้ามซื้อขายหุ้นเป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขาย อย่างไรก็ตาม หากครบ 6 เดือนนับจากวันแรกที่เข้าทำการซื้อขาย จะสามารถขายหุ้นได้จำนวน 25% ของสัดส่วน 55% ที่ติดข้อกำหนด Silent Period (คิดเป็น 13.75% ของทุนชำระแล้ว) ส่วนที่เหลือ 75% ของสัดส่วนหุ้นที่ติดข้อกำหนดจะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

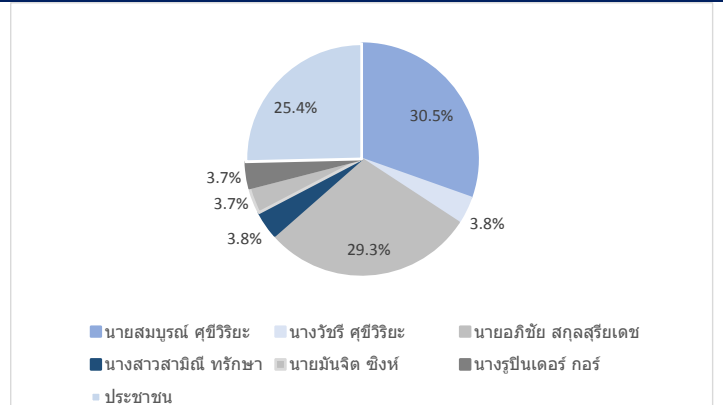
พลองการเพิ่มทุนเพื่อ IPO เพื่อโอกาส
ซื้อกิจการต่อยอดการเติบโตก่อให้เกิด
ผลกระทบต่อ Dilution ทั้งสิ้น 34%

สัดส่วนการถือหุ้น - ก่อน IPO



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

สัดส่วนการถือหุ้น - หลัง IPO



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

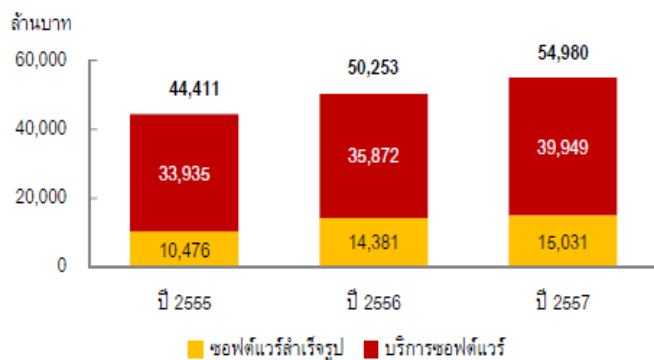
อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

จากภาพรวมธุรกิจดังกล่าว น่าจะพอกล่าวได้ว่าธุรกิจของ COMAN เกี่ยวข้องโดยตรงกับอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศ แต่หลักๆ น่าจะจัดอยู่ภายใต้ธุรกิจการผลิตและให้บริการซอฟต์แวร์ ซึ่งหากพิจารณาฐานข้อมูลอุตสาหกรรมล่าสุดโดยสำนักงานส่งเสริมอุตสาหกรรมซอฟต์แวร์แห่งชาติ (SIPA) ยังถือเป็นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มสดใสต่อเนื่องในอนาคต สะท้อนจากการเติบโตของมูลค่าธุรกิจที่เติบโตเฉลี่ยราว 11.3% ต่อปีในปี 2555-2557 และยังมีแนวโน้มดีต่อเนื่องในอนาคต จากจุดเด่นที่ของซอฟต์แวร์ที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการองค์กร และการที่มูลค่าการจ้างผลิตส่วนใหญ่กว่า 75% ของมูลค่ารวม ยังอยู่ในภาคเอกชนซึ่งเป็นกลุ่มเป้าหมายของ COMAN ทั้งในส่วนของ COMAN เองที่มุ่งเป้าหมายลูกค้าในกลุ่มโรงแรม และบริษัทย่อย MSL ที่ผลิตซอฟต์แวร์ให้เอกชนหลากหลายกลุ่มที่มีวัตถุประสงค์ให้ออกแบบตามความต้องการของตนเอง และกลุ่มที่ต้องการใช้ประโยชน์จากความสามารถของ MSL ในการประยุกต์นำเทคโนโลยีการบริหารจัดการข้อมูลที่มีมหาศาล (Big Data)

นอกจากนี้ ภาพรวมอุตสาหกรรมของกลุ่มลูกค้าผู้ใช้งานซอฟต์แวร์ของ COMAN หลัก คือ อุตสาหกรรมโรงแรมในประเทศไทยคาดว่าจะเห็นการเพิ่มจำนวนในอนาคต ตามการเติบโตอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในประเทศไทย ซึ่งถือเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมที่เติบโตได้โดดเด่นตามจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มเฉลี่ยปีละ 10% ขณะที่ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจปัจจุบันที่ยังฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในปีนี้ ยังคาดการณ์จะเห็นการเติบโตความโดดเด่นได้ราว 12% จากฐานต่ำในปีก่อน สืบเนื่องจากเหตุการณ์ระเบิดที่แยกราชประสงค์ และยังคงคาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องอีกราว 7% ในปีหน้า (ประเมินโดยฝ่ายวิจัย ASPs) สอดคล้องกับทิศทางจำนวนโรงแรมและเกสต์เฮาส์ในประเทศที่เติบโตขึ้นกว่า 1 เท่าตัวในระหว่างปี 2552-2556 (อ้างอิงข้อมูลสำนักงานสถิติแห่งชาติ) ภาพรวมจึงน่าจะกล่าวได้ว่าอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ COMAN ล้วนอยู่ในภาวะที่สดใส พร้อมหนุนการเติบโตบริษัทในอนาคต

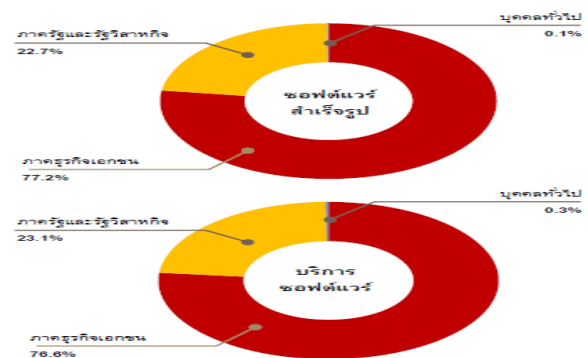
คาดการณ์ถึงอุตสาหกรรมซอฟต์แวร์และท่องเที่ยวที่คาดการณ์ต่อเนื่อง จะหนุน COMAN ในอนาคต

ภาพรวมอุตสาหกรรมการผลิตซอฟต์แวร์และบริการซอฟต์แวร์



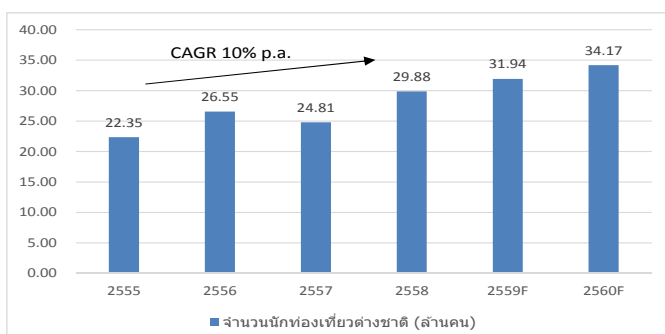
ที่มา : หนังสือชี้ชวน

สัดส่วนประเภทผู้ให้บริการซอฟต์แวร์ปี 2557



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

การเติบโตนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในประเทศไทยในปี 2555-60F



จำนวนโรงแรมและเกสต์เฮาส์ปี 2552-2556



ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

ที่มา : สำนักงานสถิติแห่งชาติ

แนวโน้มกำไรปี 2559-61 เติบโตเฉลี่ย 34.3% p.a.

แม้ยังไม่รวมผลบวกของการนำเงินที่ได้จาก IPO ไปลงทุนในกิจการอื่นๆ แต่ภายใต้ฐานธุรกิจปัจจุบัน คาดกำไรสุทธิในปี 2559-61 ของ COMAN จะเติบโตเฉลี่ยได้ถึงปีละ 34.3% (ถ้าปีนี้คาดเติบโตสูง 59% มากกว่า Dilution Effect จากการเพิ่มทุนเพื่อ IPO ที่ 34%) ปัจจัยขับเคลื่อนจะมาจากคาดการณ์ฐานรายได้ที่ขยายตัวต่อเนื่องเพิ่มขึ้นปีละ 21.5% โดยจะมาจากการเติบโตทั้งในส่วนของ COMAN จะมาจากการขายโปรแกรมหลักให้กับโรงแรมที่คาดว่าจะเปิดเพิ่มใหม่ สอดคล้องกับการเติบโตอุตสาหกรรมท่องเที่ยว บวกกับ การพัฒนาโปรแกรมรูปแบบใหม่ๆ เพิ่มเติมให้กับฐานลูกค้าที่มีอยู่เดิม ดังที่ได้กล่าวถึงในช่วงแรกของบทวิเคราะห์ และการเพิ่มรายได้ประจำโดยเพิ่มสัดส่วนโรงแรมที่ใช้บริการหลังการขยายมากขึ้น ขณะที่การเติบโตรายได้ของ MSL เองจะมาจากการทยอยรับรู้รายได้จากงานในมือที่มีอยู่ จากทั้งลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ ในระยะถัดไป ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้รายได้ MSL ในปี 2559-61 เติบโตเฉลี่ยปีละ 34% จากฐานปี 2558

ขณะที่ในด้านต้นทุนคาดว่าจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่ารายได้ คือ เฉลี่ยราว 17.2% ต่อปี เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่ของ COMAN คือ ค่าจ้างบุคลากรในการพัฒนาซอฟต์แวร์ ที่คาดว่าจะมีการจ้างใหม่เพิ่มเติมบางส่วน ประกอบกับ การปรับเพิ่มเงินเดือนพนักงานเดิม

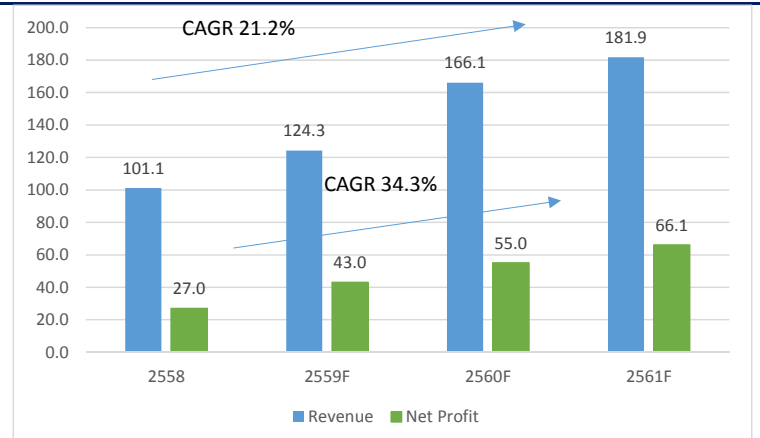
คาดว่าจะเห็นการเติบโตได้สูงเกินปีละ 30% จากฐานธุรกิจปัจจุบัน โดยยังไม่รวมผลบวกการนำเงิน IPO ไปลงทุนในกิจการอื่น

สมมติฐานหลักในการจัดทำประมาณการ

		2559F	2560F	2561F
COMAN	รายได้จากการขายและติดตั้งโปรแกรม	44.8	53.6	71.0
	รายได้จากการอัปเดตโปรแกรมบำรุงรักษา	33.5	38.3	43.2
MSL	รายได้จากการพัฒนาและติดตั้งโปรแกรม	27.4	53.6	53.0
	รายได้จากการบำรุงรักษาระบบ	16.4	19.1	13.1
	อัตรากำไรขั้นต้น	70.9%	62.4%	65.6%
	ค่าใช้จ่ายขายบริหาร/รายได้	40.7%	32.5%	32.4%
	Effective Tax Rate(%)	0.0%	0.0%	0.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

การเติบโตรายได้และกำไรสุทธิในปี 2558-61



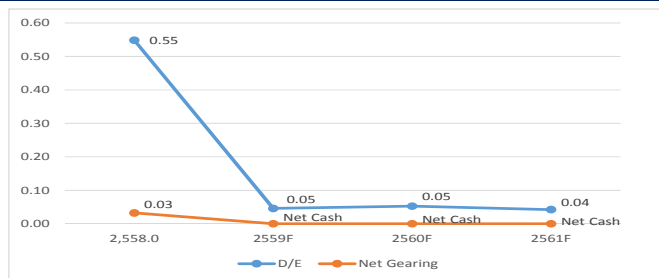
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นอีกหลัง IPO พร้อมยังมีเงินปันผลให้

ด้วยลักษณะธุรกิจ COMAN ที่ไม่มีความจำเป็นใช้เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร เพราะต้นทุนส่วนใหญ่เกิดจากการจ้างบุคลากรพัฒนาโปรแกรมเพื่อนำไปขาย COMAN จึงแทบไม่มีความจำเป็นที่ทางบริษัทต้องกู้ยืมหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยมาลงทุน หนี้สินส่วนใหญ่ในบริษัทจะอยู่ในกลุ่มหนี้สินหมุนเวียน โดยหลักๆ คือ เจ้าหนี้การค้า ส่งผลให้ COMAN มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งตั้งแต่ก่อน IPO อยู่แล้ว กล่าวคือ ดำรงสถานะ Net Cash ในปี 2556-57 ขณะที่แม้สถานะทางการเงิน จะพลิกมาเป็น Net Gearing สิ้นปี 2558 ที่ราว 0.03 เท่า ภายหลังจากการรวมงบ บริษัทย่อยที่ซื้อกิจการเข้ามาใหม่ คือ MSL อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากการระดมทุน IPO คาดว่า COMAN จะกลับมาดำรงสถานะ Net Cash อีกครั้ง ส่งผลให้คาดว่าบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามนโยบาย 40% ของกำไรสุทธิได้อย่างแน่นอน ซึ่งจะคิดเป็นเงินปันผลต่อหุ้นในปี 2559-61 ที่ 0.13, 0.16 และ 0.20 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ

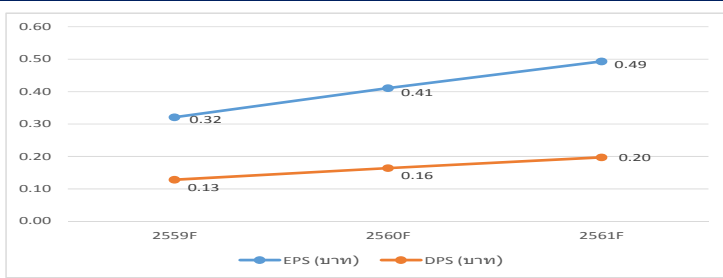
Net Gearing สิ้นสุดปีก่อนที่ 0.03 เท่า จะพลิกมาเป็น Net Cash ภายหลัง IPO

คาดการณ์ D/E Ratio และ Net Gearing ก่อน-หลัง IPO



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

คาดการณ์กำไรต่อหุ้นและเงินปันผลต่อหุ้น หลัง IPO



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS (งวดปี 2559 รวมส่วนที่จ่ายก่อนจดทะเบียนในตลาดฯ 9 ล้านบาท)

ตัวเลือกการลงทุนใหม่ที่น่าสนใจในกลุ่ม ICT ขนาดเล็ก

เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจด้านเทคโนโลยีที่แตกต่างจากหุ้นในกลุ่มสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์ ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2560 ฝ่ายวิจัยจึงเปรียบเทียบค่า PER จากธุรกิจที่ให้บริการซอฟต์แวร์คล้ายกับ COMAN ในต่างประเทศ 6 แห่ง ซึ่งมีค่าเฉลี่ย Expected PER ปี 2560 ที่ราว 16.7 เท่า แต่เนื่องจากคาดการณ์การเติบโตกำไรต่อหุ้นเฉลี่ยปี 2560 ของ COMAN สูงถึง 28% เหนือกว่าเฉลี่ยกลุ่มอยู่เพียงราว 8.4% ค่อนข้างมาก จึงกำหนด PER ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมของ COMAN ในระดับ PER ที่ 20 เท่า เท่ากับ Expected PER สูงสุดของ PEERS ในต่างประเทศ จะได้มูลค่าเหมาะสมปี 2560 อยู่ที่ 8.2 บาท

ประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2560 อยู่ที่ 8.2 บาท
อิงวิธี PER ที่ 20 เท่า

มูลค่าพื้นฐานที่ PER ระดับต่างๆ

PER	กำไรต่อหุ้น	มูลค่าเหมาะสม
19.00	0.41	7.8
20.00	0.41	8.2
21.00	0.41	8.6

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

Expected PER 2560 VS EPS growth 2560 ของธุรกิจที่คล้ายกัน

	Expected PER 2560	EPS growth 2560
Microsoft	20	9.0%
Citrix	15.6	8.7%
Checkpoint	15.9	8.5%
Wincor	16.1	21.0%
EMC*	17.9	2.2%
ORACLE	14.9	0.7%
Simple Average	16.7	8.4%
COMAN	20	28%

* Valuation ที่ DELL ซื้อกิจการ

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ความเสี่ยง

- เหตุการณ์ความวุ่นวายทางการเมือง การก่อการร้าย หรือ ภัยธรรมชาติที่อาจบั่นทอนบรรยากาศการท่องเที่ยว ซึ่งส่งผลกระทบต่อการขายตัวของธุรกิจโรงแรม
- การสูญเสียบุคลากรที่มีความชำนาญเฉพาะด้านโดยเฉพาะผู้บริหารและผู้ก่อตั้งบริษัท คือ คุณสมบุรณ์ ศุขีวิริยะ ที่มีบทบาทสำคัญในการบริหารงานจนเป็นที่ยอมรับของอุตสาหกรรม ทั้งนี้ ทางบริษัทได้ทำการป้องกันโดยตั้งฝ่ายทรัพยากรบุคคล เพื่อทำหน้าที่สรรหาและพัฒนาทักษะพนักงานปัจจุบันขึ้นขนาดแทน
- การลงทุนในกิจการอื่น เพื่อต่อยอดธุรกิจทางธุรกิจ โดยการนำโปรแกรมของกิจการอื่นมาช่วยสร้างเป็น Synergy ร่วมกัน หากซอฟต์แวร์กิจการดังกล่าวไม่ได้รับความนิยม อาจทำให้บริษัทต้องแบกรับต้นทุนจากการพัฒนา และผลขาดทุนจากกิจการที่ไปลงทุน ซึ่งเป็นความเสี่ยงบั่นทอนประสิทธิภาพกำไร COMAN และแนวโน้มการเติบโตในอนาคตอย่างมีนัยยะ
- MSL มีความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้า 2-3 ราย ทั้งนี้ คาดว่าหลังได้รับเงิน IPO MSL จะมีศักยภาพทางการเงินในการรับงานที่จากกลุ่มลูกค้าที่มากมายขึ้น

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
รายได้ขายและบริการ	101	124	166	182
ต้นทุนขายและบริการ	(29)	(36)	(63)	(63)
กำไรขั้นต้น	72	88	104	119
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(46)	(51)	(54)	(59)
กำไรจากการดำเนินงาน	26	38	50	60
ส่วนแบ่งผลกำไรจากเงินลงทุน	-	-	-	-
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	5	5	5	6
ดอกเบี้ยจ่าย	(0)	-	-	-
กำไรก่อนหักภาษี	30	43	55	66
ภาษีเงินได้	(3)	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	27	43	55	66
รายการพิเศษอื่น ๆ	-4	0	0	0
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติ	23	43	55	66
ยอดขาย (YoY%)	58%	23%	34%	9%
ต้นทุนขาย (YoY%)	27%	24%	73%	0%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	76%	23%	18%	15%
กำไรสุทธิ (YoY%)	103%	59%	28%	20%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59
รายได้ขายและบริการ	N/A	N/A	30	27
ต้นทุนขายและบริการ	N/A	N/A	(6)	(9)
กำไรขั้นต้น	N/A	N/A	25	19
ค่าใช้จ่ายในการขาย	N/A	N/A	(14)	(14)
กำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	11	5
ส่วนแบ่งผลกำไรจากเงินลงทุน	N/A	N/A	0	0
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	N/A	N/A	(0)	0
ดอกเบี้ยจ่าย	N/A	N/A	(0)	(0)
ภาษีเงินได้	N/A	N/A	0	0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	N/A	N/A	0	0
กำไรสุทธิ	N/A	N/A	10	5
รายการพิเศษอื่น ๆ	N/A	N/A	(0)	0
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติ	N/A	N/A	10	5
ยอดขาย (YoY%)	N/A	N/A	3%	7%
กำไรขั้นต้น (YoY%)	N/A	N/A	17%	18%
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	N/A	N/A	53%	47%
กำไรสุทธิ (YoY%)	N/A	N/A	73%	65%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.45	22.17	19.48	22.23
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	3.15	3.76	6.96	6.36
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	1.30	1.98	7.63	5.94
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	0.55	0.05	0.05	0.05
Net Gearing (x)	0.03	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	25%	16%	14%	15%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	41%	19%	15%	16%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	30	43	55	66
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	11	12	12	13
การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน	(22)	25	(7)	(3)
การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน	12	(25)	5	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(10)	1	(2)	(2)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	31	55	65	77
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(7)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	4	(4)	(4)	(4)
อื่นๆ	(4)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(8)	(4)	(4)	(4)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(5)	(20)	-	-
จ่ายปันผล	(37)	(9)	(8)	(22)
เงินสดรับจากการเพิ่มทุน	13	206	-	67
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(29)	176	(8)	45
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(6)	228	53	118
กระแสเงินสดสุทธิ	3	230	283	400
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	3	230	283	400
ลูกหนี้การค้า	46	20	27	30
สินค้าคงเหลือ	0	0	0	0
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	10	10	11	11
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	111	103	95	86
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	2	2	2	3
สินทรัพย์รวม	172	366	418	530
เจ้าหนี้การค้า	31	6	10	11
ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระภายใน 1 ปี	1	0	0	0
เงินกู้ยืมระยะยาว	16	0	0	0
หนี้สินรวม	61	16	21	21
ทุนเรียกชำระแล้ว	14	67	67	134
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	88	241	241	241
กำไรสะสม	8	42	89	133
ส่วนของผู้ถือหุ้น	111	350	397	508
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	172	366	418	530
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
จำนวนโรงแรมติดตั้งโปรแกรม (ห้อง)	9,346	8,000	8,000	8,000
ค่าบริการที่ได้รับต่อห้อง (บาทต่อห้อง)	4,469	5,352	5,619	5,908
รายได้ค่าอัปเกรดและบำรุงรักษาโปรแกรม	29	34	38	43
รายได้ของ MSL	29	46	74	68