



ผู้ให้บริการ Data Center แนวหน้าที่พร้อมเติบโต

ผู้ให้บริการ Data Center แนวหน้าที่มีฐานลูกค้าหลักในอุตสาหกรรมเติบโตสูง คือ เกมส์, E-Commerce พร้อมแล้วที่จะยกระดับการเติบโตด้วยเงิน IPO เสริมฐานทุน ลดภาระหนี้ สร้างความพร้อมเพิ่มกำลังให้บริการ คาดส่งกำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ย 51% ต่อปี

PROEN ผู้ให้บริการ Data Center แนวหน้าของไทย

PROEN เป็นผู้ให้บริการไอซีที ที่มีธุรกิจหลัก คือ Internet Data Center (IDC) มีสัดส่วนรายได้ถึง 46.5% แม้มีคู่แข่งอยู่บ้าง และกำลังให้บริการ 645 ตู้ จะอยู่ในระดับกลาง แต่ PROEN จัดอยู่ในผู้ประกอบการแนวหน้า จากฐานลูกค้าหลักอยู่ในกลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจเกมส์, E-Commerce และบันเทิง ที่มีความต้องการใช้ IDC สูง และคาดเติบโตปีละ 10%-15% จึงต้องการนำเงิน IPO ไปรองรับการขยายตัวของ IDC ขณะที่เงิน IPO บางส่วน จะรองรับโอกาสธุรกิจที่รองลงมาจาก ไอซีที คือ รับเหมามาฯ (40.3% ของรายได้) ที่ผ่านช่วงสร้าง Track Record แล้ว

คาดการณ์กำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 51%

เงิน IPO จะใช้ลงทุนสร้างศูนย์ IDC แห่งใหม่ กำหนดเปิดปี 2565 และคาดหนุนกำลังให้บริการในปี 2565-66 เพิ่มขึ้นเป็น 845 และ 1,045 ตู้ (สูงสุด 1,645 ตู้) จาก 645 ตู้ในปี 2563 และที่เหลือจะใช้คืนหนี้ระยะสั้นหมุนฐานการเงิน ภายใต้สมมติฐานอัตราใช้งาน IDC ปี 2564-66 ที่ 97.5%, 87.5% และ 82% ส่วนธุรกิจรับเหมากำหนดคอนกรีตราคานิยมลดลงเล็กน้อยจากปี 2563 แต่คาดช่วยเรื่องคุณภาพงาน ลดปัญหาการล่าช้าที่เคยเกิดขึ้น โดยรวมคาดเป็นแรงส่งต่อกำไรปี 2564-66 เติบโตเฉลี่ยปีละ 51%

มูลค่าพื้นฐานปี 2564 อิง PER 21.0 เท่า อยู่ที่ 3.79 บาท

มูลค่าหุ้นปี 2564 อิง PER'64 ที่ 21.0 เท่า เป็นการถ่วงน้ำหนัก PER ตามสัดส่วนกำไรธุรกิจ IDC ที่ 75% (24 เท่า) และรับเหมามาฯ ที่ 25% (12 เท่า) ได้มูลค่าหุ้นอยู่ที่ 3.79 บาท

ประมาณการตัวเลวสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	FY62A	FY63	FY64F	FY65F	FY66F
รายได้ (ล้านบาท)	882.6	1,001.1	1,089.8	1,208.2	1,345.7
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	16.6	25.3	57.1	71.9	87.3
กำไรปกติ (ล้านบาท)	16.6	23.5	57.1	71.9	87.3
EPS (บาท)*	0.08	0.11	0.18	0.23	0.28
Norm EPS (บาท)*	0.08	0.10	0.18	0.23	0.28
DPS (บาท)*	0.40	0.00	0.07	0.09	0.11
BVS (บาท)*	0.55	0.65	1.53	1.69	1.87
ROE(%)	15.1	16.8	11.8	13.5	14.7

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส (*ปรับจำนวนหุ้นอิงราคาพาร์ 0.5 บาท)

PROEN

Fair Value (บาท)

3.79



การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)

ประชาชนทั่วไป	81
กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน	5

ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)

ก่อน IPO	115
หลัง IPO	158
ราคาพาร์ (บาท)	0.5

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มครอบครัวเครือวิริยะ	99.70%	72.60%
กลุ่มผู้บริหาร PROEN	0.30%	0.20%
ประชาชนทั่วไป	0.00%	27.20%
รวม	100.00%	100.00%

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 6 เม.ย. 64 จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

RESEARCH DIISION
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

สุวิรัตน์ วัฒนพวงสรหม
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

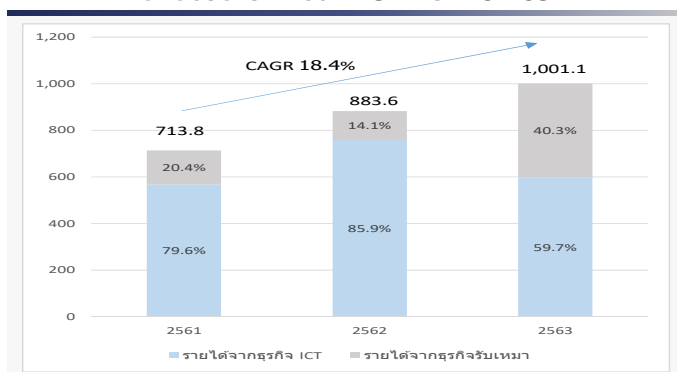
PROEN ผู้ให้บริการ Internet Data Center และงานรับเหมา

บริษัท โปรเอ็น คอร์ป จำกัด (มหาชน) หรือ PROEN จัดทะเบียนจัดตั้งขึ้นปี 2540 เริ่มต้นจากธุรกิจติดตั้งระบบไฟฟ้า ก่อนภายหลังขยายงานสู่ธุรกิจบริการทางเทคโนโลยีสารสนเทศ ให้กับกลุ่มลูกค้าสื่อ เช่น การกระจายเสียงและภาพผ่านทางระบบอินเทอร์เน็ต ซึ่งนำมาสู่ที่มาธุรกิจหลักปัจจุบัน คือ ให้บริการศูนย์ข้อมูลอินเทอร์เน็ต (Internet Data Center) โดยมีกลุ่มลูกค้าสื่อ และผู้ให้บริการเกมส์ รวมถึง E-Commerce เป็นฐานลูกค้าหลัก ภายใต้จำนวนตู้ Data Center ที่ให้บริการ 645 ตู้ เพิ่มขึ้นจากช่วงเริ่มต้นที่มี 118 ตู้ เป็นอัตราเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 11.9% โดยตั้งแต่อดีต-ปัจจุบัน ทั้งนี้ จำนวนตู้ทั้งหมดที่ให้บริการปัจจุบันเป็นการเช่าพื้นที่อยู่ในอาคาร CAT ถ.เจริญกรุง และมีมาตรฐาน Data Center ที่เทียบเท่ากับ Tier 3

นอกจากนี้ การประกอบธุรกิจ Internet Data Center ยังนำมาสู่รายได้อื่นๆ เช่น รายได้จาก การขายอุปกรณ์ที่ติดตั้งในตู้สำหรับลูกค้า (33.6% ของรายได้รวม) และหากรวมกับบริการ Data Center จะมีสัดส่วนรายได้เกี่ยวข้องกับ Data Center รวบรวม 46.5% ของรายได้รวม โดยยังไม่รวมบริการเสริมที่เกี่ยวข้อง 13.1% ของรายได้ อาทิ บริการเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ต (Leased Line) (6.9% ของรายได้), การรับเหมาวางระบบและโครงสร้างพื้นฐานไอซีที (4.4% ของรายได้) และบริการอื่นๆ (1.8% ของรายได้) เช่น ระบบรักษาความปลอดภัย (Cyber Security) รวมถึงบริการ Cloud โดยในปี 2563 ธุรกิจ ICT จะมีสัดส่วนรายได้รวม 59.7% ของรายได้รวม

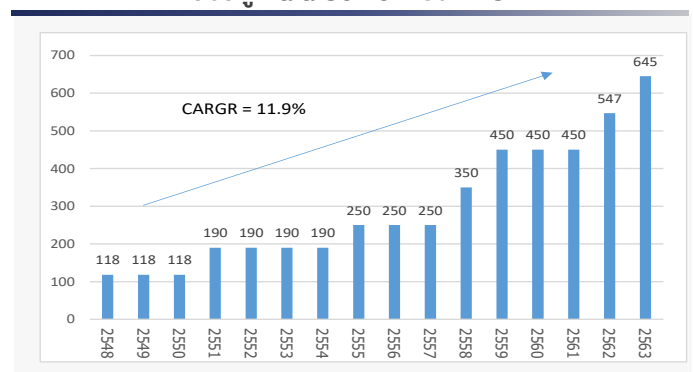
รายได้ที่เหลือ 40.3% มาจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง โดย PROEN เพิ่งเริ่มเข้าสู่ธุรกิจในปี 2560 (และเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2561) ภายใต้แนวคิดที่ต้องการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้งานทรัพยากรภายในบริษัท ส่งผลให้งานที่บริษัทเชี่ยวชาญจะเกี่ยวโยงกับธุรกิจหลักและประสบการณ์ผู้บริหาร ได้แก่ งานก่อสร้างสายส่งไฟฟ้า งานติดตั้งเสาคานาคสำหรับโทรศัพท์มือถือและวิทยุ งานติดตั้งสายทองแดงและไฟเบอร์ รวมถึงงานท่อร้อยสายใต้ดิน

สัดส่วนรายได้ของ PROEN ปี 2561-63



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

จำนวนตู้ Data Center ของ PROEN



ที่มา: รวบรวมจากหนังสือชี้ชวน

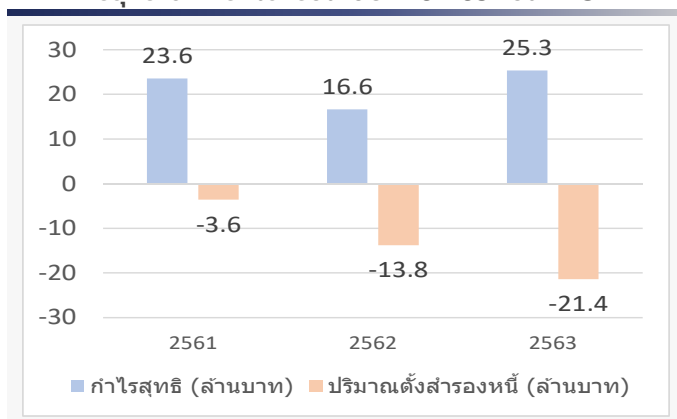
ธุรกิจ ICT สม่าเสมอ แต่ที่ผ่านมามีพัฒนาจากการขยายสู่รับเหมา

รายได้ระหว่างปี 2561-63 ของ PROEN เติบโตเฉลี่ยปีละ 18.4% ธุรกิจที่หนุนการเติบโตเป็นหลัก คือ ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่สร้างรายได้เข้ามาค่อนข้างรวดเร็ว ช่วยเสริมการ

เติบโตธุรกิจ ICT ที่มีอัตราเติบโตรายได้เฉลี่ยราวปีละ 2.5% จากจุดเด่นความต้องการใช้ Internet Data Center ที่ขยายตัวสม่ำเสมอ เฉพาะอย่างยิ่งจากลูกค้าหลักกลุ่ม Sea Group (ประเทศไทย) เจ้าของดิจิทัล แพลตฟอร์มเกมส์กลุ่ม Garena ที่มีหลายเกมส์ยอดนิยมในประเทศไทย อาทิ ROV, Free Fire, Fifa Online อีกทั้งยังเป็นเจ้าของแพลตฟอร์ม E-Commerce ยอดนิยมในไทย คือ “Shopee” และระบบ E-wallet ยอดนิยม “Airpay” โดยปัจจุบันกลุ่มดังกล่าวมีส่วนรายได้ 40.9% ของรายได้รวม ถือเป็นกลุ่มฐานรายได้มั่นคงจากฐานรายได้ปัจจุบัน PROEN ที่ปีละ 1.0 พันล้านบาท ในขณะที่ปัจจุบัน PROEN กำลังต่อยอดเริ่มให้บริการ ภายใต้เทคโนโลยีใหม่ๆ อาทิ SD Wan ซึ่งเป็นเทคโนโลยีเชื่อมต่อระบบอินเทอร์เน็ตต่างสาขา (Branch Connect) ที่ไม่จำกัดการเชื่อมต่อผ่านเทคโนโลยีใดเทคโนโลยีหนึ่งดังเช่นในอดีต ที่จะอยู่ในลักษณะ Leased Line รวมถึงเทคโนโลยี Cloud และระบบรักษาความปลอดภัยไซเบอร์ คือ DDos ทั้งนี้ ในส่วนอัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจ ICT (Gross Margin) ที่รวมทั้งรายได้จากการขายและบริการในปี 2561-63 ค่อนข้างนิ่งที่เฉลี่ยราว 15%-16% ขณะที่นับเฉพาะในส่วนธุรกิจบริการ ICT จะเฉลี่ยราว 30% ใกล้เคียงผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมเดียวกัน คือ INET ที่มีรายได้ส่วนใหญ่มากจากการบริการ ซึ่งอยู่ที่ราว 29%

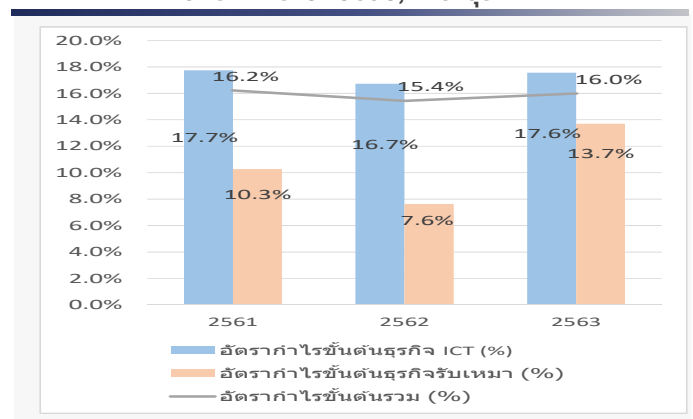
แต่หากพิจารณาฐานกำไร PROEN ปี 2561-63 พบว่า ค่อนข้างผันผวน เกิดจากผลกระทบที่บริษัทเริ่มหันไปขยายธุรกิจรับเหมา ซึ่งการเพิ่งเข้าสู่ธุรกิจระยะแรก จำเป็นต้องรับงานเป็นผู้รับเหมาช่วงและใช้กลยุทธ์ราคา เพื่อสร้าง Track Record ในการรับงานเอง อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจดังกล่าวจึงมีความผันผวน เฉพาะอย่างยิ่งในปี 2562 ที่กระทบจากการรับงานช่วงและยังเผชิญต้นทุนงานสูงกว่าคาด ขณะที่แม้จะเริ่มกลับมาอยู่ในระดับเป้าหมาย PROEN ในปี 2563 ที่ 13.7% แต่ยังคงเผชิญผลกระทบบางส่วนเรื่องการตามเก็บหนี้

กำไรสุทธิและการตั้งสำรองหนี้ปี 2561-63 ของ PROEN



ที่มา: หนังสือชี้ชวน และปรับปรุงข้อมูลโดยฝ่ายวิจัย ASPS

อัตรากำไรขั้นต้นรวม, แต่ละธุรกิจ



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

อย่างไรก็ตาม ใน 3 โครงการหลักๆ ที่ประสบปัญหา ประกอบด้วย Google Station , โครงการก่อสร้างระบบระบายน้ำถนนสุขุมวิท 39 และถนนพระราม 6 ปัจจุบันทางบริษัทได้ตั้งสำรองหนี้ส่วนมากไปแล้ว (ดังตารางสรุป) โดยคงเหลือส่วนที่ยังไม่ตั้งสำรอง 12 ล้านบาท ปัจจุบันอยู่ระหว่างเรียกเก็บ

ขณะที่การแก้ไขโครงการที่มีปัญหาล้วนมีแนวโน้มดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนโครงการก่อสร้างระบบระบายน้ำถนนสุขุมวิท 39 และ ถนนพระราม 6 ที่เดิม PROEN ไม่สามารถเก็บเงินในส่วนที่ส่งมอบงานกับ บ. ริเวอร์ เอนจิเนียริง (River) ผู้รับเหมาหลักโครงการได้ ในส่วนดังกล่าว PROEN ได้ทำการหักกลบนับกับเงินรับล่วงหน้า ทำให้ความเสียหายสุทธิมีมูลค่าเหลือน้อย และตั้งสำรองไว้แล้ว ขณะที่ในส่วนโครงการถนนพระราม 6 ซึ่งยังเหลือมูลค่างานส่งมอบงานสูงสุดใน Backlog ที่มีอยู่ สิ้นสุดปี 2563 (ตาราง Backlog) ทาง River ได้ดึงกลุ่ม RICOH ที่มีความมั่นคง แต่ต้องการ Track Record งานรับเหมา เข้ามาทำสัญญากับ บ. ริเวอร์ เอนจิเนียริง (River) ผู้รับเหมาหลักโครงการแทนตนเอง และตนเองเปลี่ยนไปส่งมอบให้กับกลุ่ม RICOH แทน แต่อย่างไรก็ตาม ในส่วนโครงการถนนสุขุมวิท 39 ทาง PROEN ยังคงทำสัญญากับ River ตามเดิม

สรุปสถานะโครงการรับเหมาก่อสร้างที่ยังมีการผูกพัน

สถานะงานโครงการที่ประสบปัญหา	คู่สัญญา	ปัญหาที่เกิดขึ้น	ความคืบหน้า สิ้นปี 2563	ความเสี่ยงการบันทึกเพิ่ม
1) โครงการ Google Station	Smart ICT	ส่วนที่ 1 Smart ICT ดำเนินการนี้ค่าอุปกรณ์ PROEN ที่ 17 ล้านบาท	ตั้งสำรองแล้ว	ไม่มี
	CAT Buzz	ส่วนที่ 2 PROEN มีหน้าที่คู่สัญญา CAT Buzz ของโครงการ Google Station	ตั้งสำรอง 2.3 ล้านบาท	2.7 ล้านบาท
		ค้างชำระค่าบริการ 5 ล้านบาท		
2) โครงการก่อสร้างระบบระบายน้ำเพื่อแก้ไขปัญหาน้ำท่วม ซอนสุขุมวิท 39	River	ส่วนที่ 1 งานส่งมอบแล้วยังไม่ได้รับชำระหนี้ หักกลบ เงินรับล่วงหน้า	ตั้งสำรองแล้ว	ไม่มี
		มูลค่าความเสียหายสุทธิ 0.1 ล้านบาท		
		ส่วนที่ 2 งานที่ก่อสร้างไปแล้ว แต่ยังไม่เรียกเก็บชำระที่มีความสำคัญเรียกเก็บ	ตั้งสำรอง 2 ล้านบาท	2 ล้านบาท
		มูลค่า 4 ล้านบาท		
3) โครงการก่อสร้างระบบระบายน้ำเพื่อแก้ไขปัญหาน้ำท่วม ถนนพระราม 6	River	ส่วนของ River งานส่งมอบแล้วยังไม่ได้รับชำระหนี้ หักกลบ เงินรับล่วงหน้า	ตั้งสำรองแล้ว	ไม่มี
		มูลค่าความเสียหายสุทธิ 0.5 ล้านบาท		
*คู่สัญญาแรกเริ่ม คือ River แต่ภายหลังเปลี่ยนเป็น Ricoh	Ricoh	ส่วนของ Ricoh งานที่ก่อสร้างไปแล้ว แต่ยังไม่เรียกเก็บชำระที่มีความสำคัญเรียกเก็บ	ตั้งสำรอง 12 ล้านบาท	10 ล้านบาท
		มูลค่า 22 ล้านบาท		

ที่มา: หนังสือชี้ชวน / สรุปข้อมูลโดย ASPS

หากพิจารณาจาก Backlog ที่มีในส่วนงานรับเหมาโครงการจะเริ่มเห็นสัญญาณดีขึ้น จากงานส่วนใหญ่จะเป็นการรับตรงจากเจ้าของโครงการ (ดังตารางสรุป) ขณะที่โครงการที่เคยมีประเด็นกับกลุ่ม River ส่วนหนึ่งยังทำการเปลี่ยนสัญญาเป็น Ricoh ดังกล่าว ความเสี่ยงปัญหาการตั้งสำรองหนี้ที่มีปัญหานับจากนี้ ประเมินลดลงจากในอดีต

Backlog โครงการรับเหมาก่อสร้างของ PROEN สิ้นปี 2563

โครงการรับเหมาก่อสร้าง	เจ้าของงาน	มูลค่างาน (ลบ.)	งานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ (ลบ.)
1) โครงการก่อสร้างระบบระบายน้ำเพื่อแก้ไขปัญหาน้ำท่วม ซอนสุขุมวิท 39	River	80	56
2) โครงการก่อสร้างระบบระบายน้ำเพื่อแก้ไขปัญหาน้ำท่วมถนนศรีอยุธยา	RICOH	220	125
3) งานก่อสร้างสายส่งระบบ 115 เควี Loop Line (สงขลา-ปัตตานี)	กฟภ.	75	7
4) งานปรับปรุงประสิทธิภาพสถานีไฟฟ้า จำนวน 14 สถานี	กฟภ.	91	61
5) งานก่อสร้างสายส่งระบบ 115 เควี (ตะกั่วป่า - พังงา)	กฟภ.	89	12
6) งานจ้างเหมาปรับปรุงระบบจำหน่ายเป็นสายเคเบิลใต้ดิน - นครศรีธรรมราช (UG - ทราย)	กฟภ.	118	8

ที่มา: หนังสือชี้ชวน

อุตสาหกรรมทั้ง ICT และรับเหมายู่ในช่วงเติบโต

ภาวะอุตสาหกรรมหลักที่ PROEN ประกอบธุรกิจอยู่ในปัจจุบัน คือ ICT และรับเหมา ปัจจุบันล้วนอยู่ในช่วงเติบโต กล่าวคือ

ธุรกิจ ICT ประมาณการมูลค่าการลงทุนด้านไอทีของประเทศไทยในปี 2564 คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 16.4% จากปี 2563 มาอยู่ที่ 7.7 แสนล้านบาท จากที่ลดลงราว 9.3% ในปี 2563 เนื่องจากผลกระทบการชะลอการลงทุนในช่วง COVID-19 โดยมูลค่าธุรกิจ ICT ส่วนใหญ่ในปี 2564 คาดหมายว่าจะกลับเติบโตสูงกว่าระดับก่อน COVID ปี 2562 ขณะที่ในกลุ่มธุรกิจ ICT ที่ PROEN ดำเนินธุรกิจหลัก คือ Internet Data Center คาดหมายว่าจะกลับมาเติบโตถึง 24.4% แม้กระแสธุรกิจ ICT ปัจจุบันมีแนวโน้มขยับไปใช้บริการเทคโนโลยี Cloud มากขึ้น แต่เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวยังต้องพึ่ง Data Center เป็นโครงสร้างพื้นฐานส่วนหนึ่ง

คาดการณ์การเติบโตมูลค่าธุรกิจไอทีในประเทศไทย

	หน่วย : ล้านบาท				
	2562	2563	2564	64 vs 63	63 vs 62
ศูนย์ข้อมูล (Data Center)	24,775	20,330	25,297	24.4%	-17.9%
ซอฟต์แวร์สำหรับองค์กร	39,029	37,624	48,483	28.9%	-3.6%
อุปกรณ์ IT	202,040	165,471	219,418	32.6%	-18.1%
บริการด้าน IT	60,477	56,425	68,097	20.7%	-6.7%
บริการการสื่อสาร	408,118	384,039	411,336	7.1%	-5.9%
มูลค่าธุรกิจ IT ทั้งหมด	734,439	663,889	772,631	16.4%	-9.6%

ที่มา: หนังสือชี้ชวน / Gartner

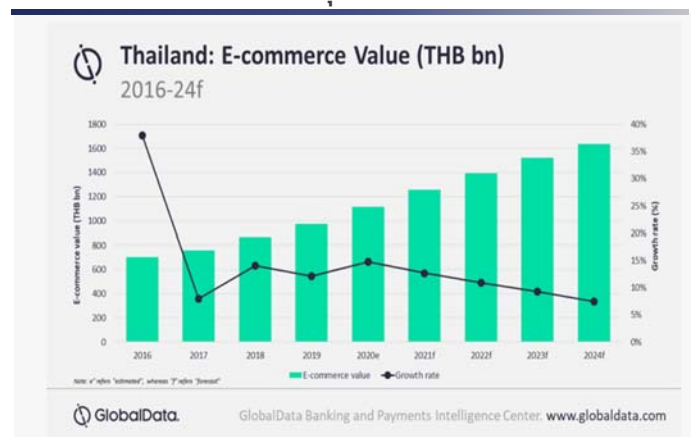
ขณะที่ในส่วนของ PROEN เองมีจุดแข็งที่ฐานลูกค้าหลักปัจจุบันเป็นกลุ่มผู้ให้บริการเกมส์ออนไลน์, E-Commerce และธุรกิจรับชำระเงิน ถือเป็นกลุ่มที่มีความจำเป็นต้องจัดเก็บข้อมูลในปริมาณสูง จึงคุ้มค่าที่จะใช้งาน Data Center ที่มีต้นทุนเฉลี่ยต่ำกว่า Cloud ทั้งนี้ ในปัจจุบัน โดยทั้ง 2 ธุรกิจคาดว่าจะมีมูลค่าเติบโตในปี 2564-65 ที่ปีละ 15.8% และเกิน 10% ตามลำดับ ซึ่งจุดเด่นการใช้บริการ Data Center จะมีต้นทุนต่ำกว่า Cloud คาดช่วยหนุนธุรกิจหลัก PROEN ต่อเนื่อง

คาดการณ์อัตราเติบโตธุรกิจเกมในประเทศไทย

5 อุตสาหกรรมดิจิทัลไทย						
	2562	2563	%	2564	%	2565
ดิจิทัลคอนเทนต์	31,080	34,229	+10.1%	39,376	+15%	45,094
เกม	25,440	29,029	+14.1%	33,696	+16.1%	38,959
บิटकต	13,177	14,910	+13.2%	16,871	+13.2%	18,558
แอปพลิเคชัน	3,494	3,177	-9.1%	3,206	+0.9%	3,341
การแอดเวอร์	2,146	2,023	-5.8%	2,474	+22.3%	2,794
มูลค่ารวม	44,257	49,139	+11%	56,247	+14.5%	63,652

ที่มา: สำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล (ดีป้า)

คาดการณ์อัตราเติบโตธุรกิจ E-Commerce ของไทย

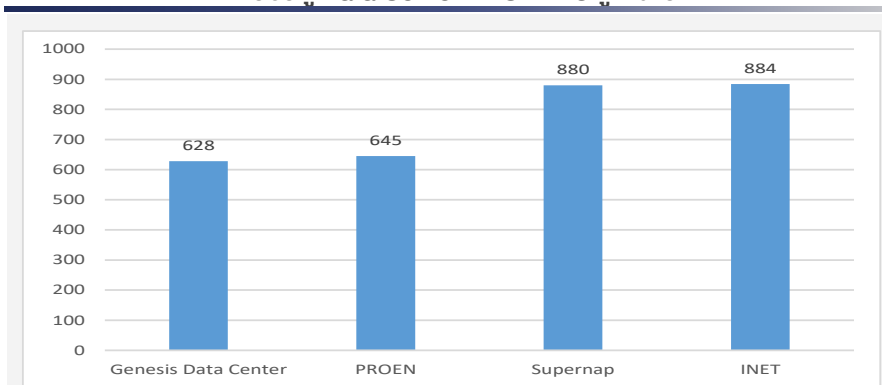


ที่มา: Global Data

ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบขนาด Data Center ของ PROEN กับคู่แข่งในประเทศ พบว่า PROEN ถือเป็นกลุ่มที่มีขนาดกลาง เนื่องจากผู้ประกอบการ 5 อันดับแรกของประเทศ มีพื้นที่ให้บริการมากกว่า 3,000 ตารางเมตร ขณะที่ PROEN มีพื้นที่ราว 2,022 ตารางเมตร ให้บริการอยู่ 645 ตู้

ฝ่ายวิจัยรวบรวมข้อมูลในส่วนของคู่แข่งขึ้นได้ 3 ราย คือ INET และ Supernap (ไม่จดทะเบียนในตลาด โดยเป็นการร่วมทุนระหว่าง บ. ซูเปอร์เน็ต อินเตอร์เนชั่นแนล, TRUE, WHA, KBANK และ SCB) และ Genesis Data Center (ร่วมทุนระหว่าง ITTEL, AIT และ WHA) พบว่า จำนวนตู้ให้บริการอยู่ในปัจจุบันก็อยู่ในระดับสูงกว่า PROEN ไม่มาก คือ INET อยู่ที่ราว 884 ตู้ ส่วน Supernap อยู่ที่ 880 ตู้ ซึ่งทั้ง 2 รายดังกล่าวยังมีพื้นที่เฟสถัดไปเช่นเดียวกับ PROEN ที่มีแผนนำเงิน IPO สร้างศูนย์ Data Center แห่งใหม่ขนาด 3,000 ตารางเมตร รองรับเพิ่มที่อีก 1,000 ตู้ ส่วน Genesis มีตู้ให้บริการ 624 ตู้

จำนวนตู้ Data Center PROEN vs คู่แข่ง



ที่มา: สวอสรโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ธุรกิจรับเหมา อุตสาหกรรมรับเหมาที่ PROEN มีความถนัด คือ 1) งานระบบไฟฟ้าและสายส่งไฟฟ้า และ 2) งานระบบท่อ ได้แก่ งานดันท่อปลอกเหล็ก (Pipe Jacking) รวมถึงงานเจาะท่อใต้พื้นดินด้วยเครื่องดันที่สามารถหลบและลอดสิ่งกีดขวางต่างๆ เพื่อติดตั้งงานระบบไฟฟ้าสื่อสารโทรคมนาคม ท่อน้ำมัน ท่อประปา รวมถึงท่อน้ำเสีย ทั้ง 2 ส่วนคาดว่าจะยังมีโอกาสเติบโต ฝ่ายวิจัยประเมินความต้องการใช้บริการรับเหมาติดตั้งระบบไฟฟ้า ขึ้นอยู่กับธุรกิจผลิตไฟฟ้าของประเทศ ซึ่งปกติแล้วจะเติบโตตาม

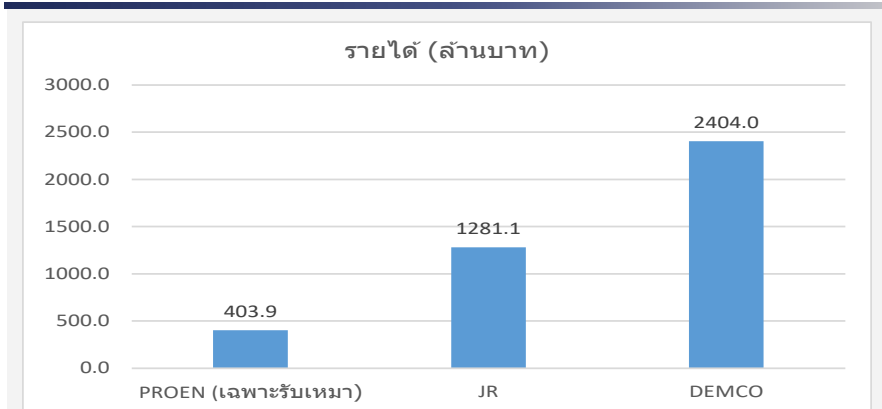
- 1) ความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศ ในปี 2561 พบว่า มีสัดส่วนอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมถึงราว 47% ส่วนที่เหลือ 53% มาจากภาคส่วนอื่นๆ เช่น ภาคธุรกิจครัวเรือน และอื่นๆ การที่ภาคอุตสาหกรรมเป็นผู้ใช้ไฟฟ้าหลักของประเทศ ส่งผลให้ความต้องการใช้ไฟฟ้าแต่ละปีมักจะเติบโตในอัตราใกล้เคียงกับการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) โดยในภาวะปัจจุบัน แม้คาดว่า GDP growth ในปี 2563 จะลดลงราว 6.4% ตามผลกระทบ COVID-19 อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันถือว่าอยู่ในจุดต่ำสุด และฝ่ายวิจัย ASPS คาดว่าจะเริ่มเห็นพลิกกลับมาเติบโตอีกครั้งนับจากปี 2564 โดยประเมินเติบโตราว 2.6%

- 2) นโยบายภาครัฐฯ ในเรื่องแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ปัจจุบันเป็นแผน PDP ฉบับปี พ.ศ. 2561-2580 กำหนดในปี 2580 จะขยายตัวจากสิ้นปี 2561 ราว 1.67 เท่าตัว หรือเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 2.6

ทั้งนี้ 2 ส่วนเชื่อว่ามีโอกาสนำมาโอกาสจากโครงการก่อสร้างสายส่ง 115 kV และการปรับปรุงสถานีไฟฟ้าในส่วนภูมิภาคของ กฟภ. ส่วนงานที่ร้อยละสายใต้ดินจะมาจากแผนจัดระเบียบสายสื่อสาร กสทช. กับหน่วยงานต่างๆ อาทิ กฟน., กฟภ., กทม. แลองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น ระหว่างปี 2563-64 (ประกาศ ธ.ค. 63) แบ่งเป็นพื้นที่ กฟน. จำนวน 69 เส้นทาง ระยะทาง 759.1 กิโลเมตร พื้นที่ กฟภ. จำนวน 3,891 เส้นทาง ระยะทางรวม 7,864.5 กิโลเมตร และอีกส่วนจะมาจากโครงการประเภทเปลี่ยนสายไฟฟ้าอากาศเป็นสายไฟฟ้าใต้ดิน

ทั้งนี้ ในส่วนของ PROEN แม้ปัจจุบันจะถือเป็นผู้ประกอบการที่มีขนาดเล็ก ทั้งด้านฐานรายได้ที่มีราวปีละ 400 ล้านบาท ต่ำกว่าผู้รับเหมาที่ประกอบธุรกิจคล้ายกันทั้งก่อสร้างที่มีขนาดรายได้หลักหมื่นล้านบาท รวมถึงกลุ่มที่เน้นงานรับงานไฟฟ้าและสายใต้ดิน อาทิ DEMCO, JR ปี 2563 ยังมีฐานรายได้สูง 2.4 และ 1.2 พันล้านบาท ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าฐานรายได้ที่เล็กอาจจะสร้างข้อดีในเรื่องการขยายตัวในอนาคตได้ แม้ในช่วง 1-2 ปีนี้ ทางบริษัทมีแนวโน้มมุ่งเน้นไปที่การขยายตัวธุรกิจ ICT มากกว่าก็ตาม

ฐานรายได้ธุรกิจรับเหมา PROEN vs คู่แข่งในประกอบธุรกิจคล้ายกัน



ที่มา: สอรวบโดยฝ่ายวิจัย ASPS

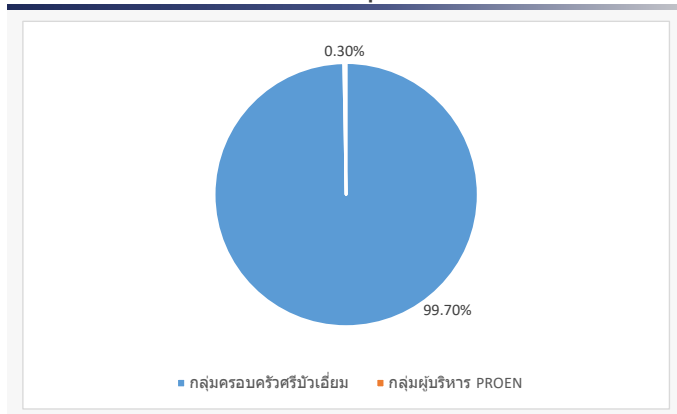
ระดมทุนขาย 86 ล้านหุ้น IPO Dilution 27.2%

เพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต PROEN ได้เริ่มเพิ่มฐานทุนตั้งแต่ปี 2562-63 จากเดิม 100 ล้านบาท (จำนวน 200 ล้านหุ้น พาร์ 0.5 บาท) เป็น 110 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นจำนวน 220 ล้านหุ้น พาร์ 0.5 บาท หลังจากนั้นได้อนุมัติจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 96 ล้านหุ้น พาร์ 0.5 บาท โดยจำนวน 10 ล้านหุ้น นำเสนอขายผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน ในอัตราจองซื้อ 22 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นใหม่ ซึ่งปัจจุบันได้รับชำระทุนแล้วทั้งหมด ส่งผลให้ก่อน IPO PROEN มีทุนชำระแล้ว 115 ล้านบาท (จำนวนหุ้น 230 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 0.5 บาท) ส่วน

ที่เหลือ 86 ล้านหุ้น ซึ่งคิดเป็น Dilution Effect ทั้งสิ้น 27.2% กำหนดเป็นหุ้นเพิ่มทุนสำหรับ IPO ซึ่งตามมติที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 2/2563 จะแบ่งเสนอขาย

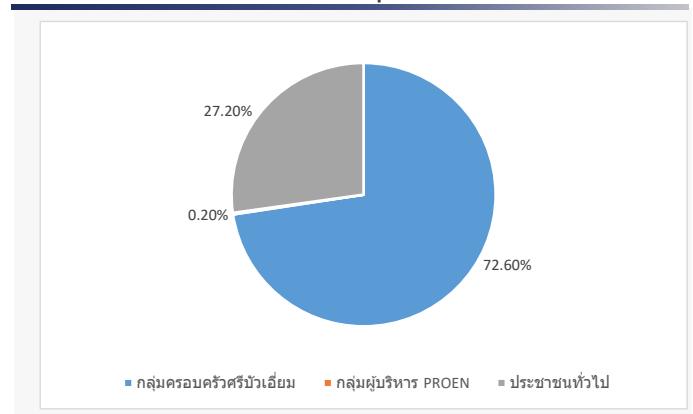
- 1) จำนวน 81 ล้านหุ้น แก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
- 2) จำนวน 5 ล้านหุ้น เสนอขายให้แก่กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานบริษัท และบริษัทย่อยในคราวเดียวกับที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก

สัดส่วนการถือหุ้นก่อน IPO



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

สัดส่วนการถือหุ้นหลัง IPO



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

ทั้งนี้ เงิน IPO ที่ได้ จะนำไปใช้ ภายใต้ 3 วัตถุประสงค์ คือ

- 1) เพื่อใช้ในการก่อสร้างอาคารศูนย์ข้อมูลและสำนักงานแห่งใหม่ และ
- 2) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในธุรกิจการให้บริการด้าน ICT และงานรับเหมาก่อสร้าง
- 3) เพื่อชำระหนี้สถาบันการเงิน

ทั้งนี้ ภายใต้หลักเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กรรมการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องที่ถือหุ้นมากกว่า 5% ของทุนชำระแล้ว ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้วที่ 158 ล้านบาท แบ่งเป็นจำนวนหุ้นทั้งหมด 316 ล้านหุ้น หรือเท่ากับ 173.8 ล้านหุ้น โดยกลุ่มผู้ถือหุ้นที่จะติด Silent Period ได้แก่ หุ้นบางส่วนของกลุ่มครอบครัวศรีบัวเอี่ยม

คาดการณ์กำไรปี 2564-66 เติบโตปีละ 51 %

ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไร PROEN ปี 2564-66 เติบโตก้าวกระโดดปีละ 51.0% โดยการเติบโตในปี 2564 ที่ประเมิน 125.8 % จะมาจากรายได้ที่ประเมินเติบโตขึ้น 8.8% หลักๆ จะมาจากธุรกิจ ICT ที่ประเมินจะมีรายได้เพิ่มขึ้น 24.9% แรงขับเคลื่อนหลักจะมาจากธุรกิจ Internet Data Center ที่ประเมินอัตราใช้บริการเพิ่มขึ้น สิ้นปี 2563 เพิ่มมาเต็มกำลังให้บริการที่ 645 ตู้ที่ 100% เนื่องจากความต้องการใช้บริการที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มลูกค้าหลัก นอกจากนี้ คาดนำมาสู่รายได้จากการขายอุปกรณ์เพิ่มขึ้นสัดส่วนใกล้เคียงกัน ส่วนธุรกิจรับเหมา ประเมินรายได้ลดลง 14.8% มาอยู่ที่ราว 344 ล้านบาท มาจากการรับรู้งานใน Backlog (เฉพาะงานรับเหมาก่อสร้าง) สิ้นปี ราว 269 ล้านบาท ส่วนที่เหลือมาจากงานใหม่ที่คาดประมาณภายใน 1H64 อย่างไรก็ตาม ในส่วนอัตรากำไรสุทธิคาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมีนัยๆ ที่

5.2% จาก 2.5% เป็นผลบวกจากสัดส่วนรายได้ ICT ที่มีมาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น และมีอีกส่วนที่ช่วย คือ การตั้งสำรองหนี้ที่คาดว่าจะลดลงจากปี 2563 ซึ่งตั้งสำรองโครงการที่มีปัญหาส่วนใหญ่ไปแล้ว และการนำเงิน IPO บางส่วนไปคืนหนี้ระยะสั้น ช่วยลดดอกเบี้ย ทั้งนี้ประมาณการกำไรปี 2564 ดังกล่าวอยู่ภายใต้สมมติฐานที่งานโครงการท่อระบายน้ำเพื่อแก้ไขปัญหาน้ำท่วมถนนสุขุมวิท 39 และพระราม 6 ที่ PROEN ต้องส่งมอบงานอีก 56 และ 125 ล้านบาท ภายในปี 2564 สามารถทำได้ราบรื่น ซึ่งจะอยู่บนเงื่อนไขกลุ่ม River ที่เป็นผู้รับเหมาหลักโครงการ (โครงการสุขุมวิท 39 PROEN รับงานตรงจาก River ส่วนพระราม 6 ปัจจุบัน PROEN รับช่วงผ่านกลุ่ม RICOH) จะสามารถแก้ไขสัญญาขยายระยะเวลาสัญญาโครงการ กทม. ได้ภายในปี 2564 จากกรณีที่เกิดปัญหาสภาพหน้างานจริงที่มีอุปสรรคจนส่งผลให้การเข้าหน้างานล่าช้า โดยการแก้ไขสัญญาดังกล่าวเป็นเงื่อนไขสำคัญที่ River ต้องจัดการ ก่อนจะมีการรับมอบงานดังกล่าวส่วนที่เหลือจากPROEN

ขณะที่ปี 2565-66 คาดกำไรเพิ่มขึ้นปีละ 26% และ 21.4% จากผลบวกการเปิด Internet Data Center แห่งใหม่ของบริษัท ที่ถนนศรีนครินทร์สนับสนุนด้วยเงิน IPO โดยภายใต้กำลังให้บริการทั้งสิ้น 1,000 ตู้ ฝ่ายวิจัยคาดว่าทางบริษัทจะเพิ่มจำนวนตู้ให้บริการในปี 2565-66 รวบรวมปีละ 200 ตู้ ตามความต้องการใช้งานที่เพิ่มขึ้นจริง ซึ่งช่วยให้รักษาอัตราค่าบริการสูงเกิน 80% และไม่มีผลขาดทุนจากการขยายกำลังให้บริการ ส่วนธุรกิจรับเหมากำหนดสมมติฐานค่อนข้างทรงตัว

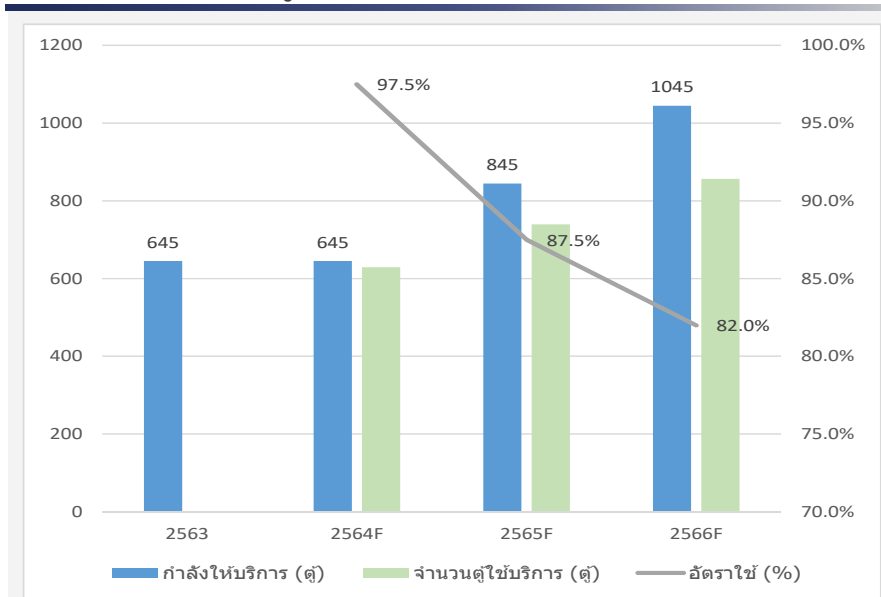
สมมติฐานหลักในการทำประมาณการกำไร

1. รายได้ในปี 2564 กำหนดเติบโต 8.9% มาอยู่ที่ 1.08 พันล้านบาท และเพิ่มขึ้นอีก 10.8% ในปี 2565 มาจาก

ธุรกิจ ICT (59.7% ของรายได้) คาดปี 2564 เติบโต 24.9% ส่วนปี 2565 เติบโต 16.3% หนุนจาก

- รายได้จากธุรกิจให้บริการ Internet Data Center (21.6% ของรายได้ธุรกิจ ICT) กำหนดเติบโต 13.5% และ 18.8% ภายใต้สมมติฐานกำลังให้บริการสิ้นปี 2564 ที่ 645 ตู้ และเพิ่มเป็น 845 ตู้ในปี 2565 ภายหลังเปิดบริการ Data Center ขณะที่อัตราใช้งานกำหนดเฉลี่ยเพิ่มขึ้นปีละ 100 ตู้ จะได้อัตราใช้งานปี 2564-65 อยู่ที่ 97.5% และ 87.5% อิงตามความต้องการใช้บริการเพิ่มขึ้นของลูกค้าหลักที่อยู่ในอุตสาหกรรมเกี่ยวเนื่อง ส่วนอัตราค่าบริการต่อตู้กำหนดทรงตัว

สมมติฐานจำนวนตู้, อัตราใช้งาน Data Center PROEN ปี 2563-66F



ที่มา: สมมติฐานโดยฝ่ายวิจัย ASPS

- รายได้จากการจำหน่ายสินค้า ICT (56.4% ของรายได้ธุรกิจ ICT) กำหนดเติบโตเท่ากับรายได้บริการ Internet Data Center
- รายได้จากบริการ ICT อื่นๆ (22.5% ของรายได้) หรือที่มีราว 131 ล้านบาท ในปี 2563 รายได้ส่วนดังกล่าวในปี 2564-65 กำหนดเติบโต 65.4% และ 10.3% มาจาก
 - 1) งานรับเหมาโครงการ ICT กำหนดราวปีละ 100 ล้านบาท อิงตาม Backlog ที่มีสิ้นปี 2563 ในงานกลุ่มดังกล่าว 65 ล้านบาท ที่เหลือมาจากงานใหม่ ช่วยรายได้ส่วนดังกล่าวเพิ่มจากปี 2563 ที่มี 44 ล้านบาท

Backlog งานโครงการรับเหมา ICT

โครงการรับเหมา ICT สิ้นสุดปี 2563	มูลค่างาน (ลบ.)	งานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ (ลบ.)
การซื้อระบบปฏิบัติการอาคารตรวจบุคคล (TERMINAL) ของตรวจคนเมือง จ. ตาก	35	27
โครงการติดตั้งอุปกรณ์สื่อสารสัญญาณวิทยุไมโครเวฟ	25	25
โครงการติดตั้งอุปกรณ์ MSAN พร้อมอุปกรณ์สายส่งวงค์และอุปกรณ์	3	3
ปรับปรุงพื้นที่เพื่อสร้างห้อง Data Center หลักทรัพย์ธนชาต	10	10

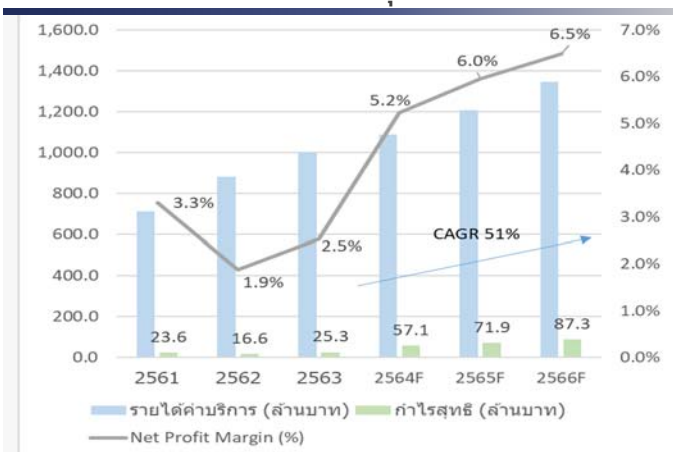
ที่มา: หนังสือช้อน / ฝ่ายวิจัย ASPS

- 2) รายได้ธุรกิจให้เช่าวงจรสื่อสาร (Leased Line) อีกปีละ 70-80 ล้านบาท ไกล่เคียงปี 2563 ตามความนิยมที่ลดลง
- 3) รายได้บริการ ICT อื่นๆ ซึ่งปี 2563 อยู่ที่ 18 ล้านบาท กำหนดเพิ่มปีละ 20 ล้านบาท ตามความต้องการใช้เทคโนโลยีใหม่ อาทิ ระบบความปลอดภัย (Ddos), Cloud และการเชื่อมต่อสาขา SD Wan ที่มีแนวโน้มเติบโตสูงจากรฐานต่ำ

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง (40.3% ของรายได้) จากฐานรายได้ 403.9 ล้านบาทในปี 2563 กำหนดในปี 2564 ลดลง 14.8% เหลือ 344 ล้านบาท มาจากการรับรู้รายได้ Backlog สิ้นปี 2563 ที่ราว 269 ล้านบาท ส่วนที่เหลือ 75 ล้านบาท มาจากการส่งมอบงานใหม่ที่ตั้งสมมติฐานรับเพิ่มระหว่างปี 300 ล้านบาท และคาดการณ์ตัวราว 340 ล้านบาทในปี 2565 จากการส่งมอบ Backlog สิ้นปี 2564 ที่ 225 ล้านบาท ที่เหลือมาจากการส่งมอบงานใหม่ที่ตั้งสมมติฐานรับเพิ่มระหว่างปี 350 ล้านบาท

- Gross Profit Margin ประเมินปี 2564-65 อยู่ที่ 16.8% และ 17.0% เพิ่มขึ้นจาก 15.9% ในปี 2563 เนื่องจากปี 2564 คาดว่าทางบริษัทจะให้ความสำคัญต่อการขยายฐานธุรกิจ ICT โดยเฉพาะ Internet Data Center ที่มีความต้องการสูงจากลูกค้าหลัก ขณะที่ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างจะเน้นรักษาสถาน เพื่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรในบริษัทคุ้มค่าขึ้น ซึ่งส่งผลให้สัดส่วนรายได้ธุรกิจ ICT ที่มีมาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้นกว่าปี 2563
- SG&A/Sales คาดว่าในปี 2564-65 จะลดลงเหลือ 8.8% และ 8.4% ต่ำกว่าระดับปี 2563 ที่ 9.1% ตามฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้น
- ต้นทุนทางการเงินกำหนดปี 2564-65 ลดลงเหลือ 10.6 และ 6.9 ล้านบาท จาก 16.8 ล้านบาท ภายใต้สมมติฐานให้ PROEN นำเงิน IPO บางส่วนไปจ่ายชำระคืนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยระยะสั้นกลางปี 2564
- อัตราภาษีจ่ายปี 2564-66 กำหนดที่ระดับ 28% สอดคล้องอัตราภาษีบริษัทในปี 2563 ที่อยู่ราว 28%

รายได้ค่าบริการและกำไรสุทธิปี 2561-65F



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

สมมติฐานสำคัญในประมาณการ

	2563	2564F	2565F
รายได้รวม (ล้านบาท)	1,001.1	1,089.8	1,208.2
- รายได้จากบริการธุรกิจ ICT (ล้านบาท)	336.8	382.1	454.1
- รายได้จากบริการธุรกิจ ICT (ล้านบาท)	260.4	363.7	413.5
กำลังให้บริการธุรกิจ Internet Data Center (ตู้)	645	645	845
อัตราค่าบริการ (%)		97.5%	87.5%
- รายได้จากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง (ล้านบาท)	403.9	344.0	340.5
Backlog งานก่อสร้างสิ้นสุด (ล้านบาท)	269.0	225.0	234.5
งานใหม่ (ล้านบาท)	197.7	300.0	350.0
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	16.0%	16.8%	17.0%
SG&A/Sales (%)	9.1%	8.8%	8.4%

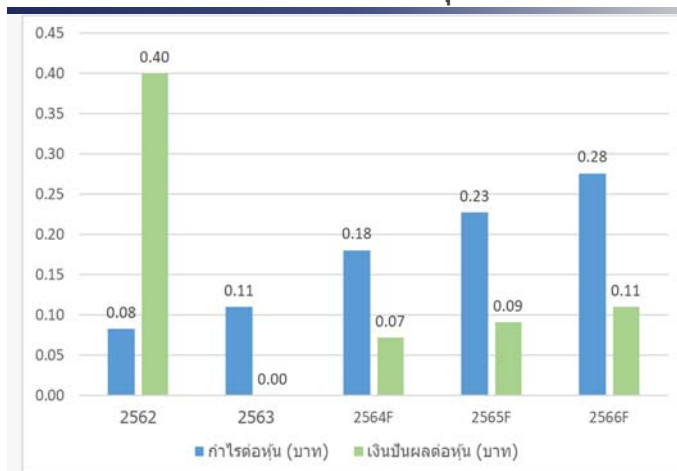
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ฐานะการเงินดีขึ้นหลัง IPO หนุนคาดหวังปันผลสม่ำเสมอ

ในมุมมองการเงิน PROEN ถือเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนค่อนข้างสูง สะท้อนจาก ณ สิ้นสุดปี 2563 ที่อยู่ในระดับ 3.4 เท่า แต่หนี้สินส่วนใหญ่จะเป็นเงินทุนหมุนเวียน โดยสัดส่วนหนี้สินทั้งหมดที่มี 513 ล้านบาท ราวครึ่งหนึ่งมาจากหนี้สินหมุนเวียน คือ เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น ซึ่งหากนับเฉพาะหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจะอยู่ราว 168 ล้านบาท หากเทียบกับ เงินสดในมือราว 85.4 ล้านบาท ฐานทุน 150.5 ล้านบาท PROEN มี Net Gearing อยู่ราว 0.55 เท่า

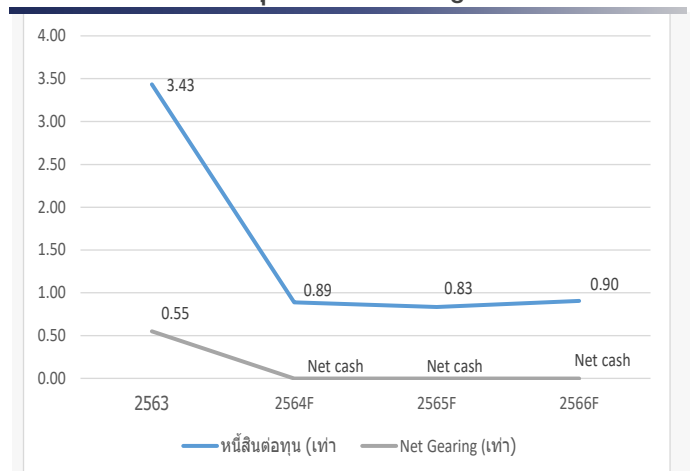
ขณะที่หลังจากได้เงิน IPO ด้วยเงินที่ได้รับและฐานทุนที่เพิ่มขึ้น คาดจะช่วยหนุนบริษัทมีความแข็งแกร่งในด้านฐานะการเงินเพิ่มขึ้น โดยคาดการณ์อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน หลัง IPO สิ้นปี 2564 จะลดลงต่ำกว่า 1.0 เท่า ส่วนสถานะเรื่อง Net Gearing คาดจะดำรงสถานะ Net Cash ซึ่งส่งผลให้มีความสามารถจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอตามนโยบายที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิในแต่ละปี โดยประเมินสามารถคาดหวังเงินปันผลต่อหุ้นงวดปีดำเนินงาน 2564-66 ได้ปีละ 0.07, 0.09 และ 0.11 บาทต่อหุ้น

คาดการณ์กำไรและเงินปันผลต่อหุ้นปี 2564-66



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและ Net Gearing ก่อน vs หลัง IPO



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าพื้นฐานอิง PER 21.0 เท่า อยู่ที่ 3.79 บาท

กำหนดมูลค่าพื้นฐานปี 2564 อิง PER ที่ 21.0 เท่า อยู่ที่ 3.79 บาท โดยฝ่ายวิจัยยึดระดับ PER '64 เท่ากับค่าเฉลี่ย PER'64 จากองค์ประกอบ 2 ธุรกิจหลักของ PROEN ถ่วงน้ำหนักตามสัดส่วนกำไรปี 2564 จากแต่ละธุรกิจ แบ่งน้ำหนักเป็นธุรกิจ ICT (หลักๆ จาก Data Center) ที่ 75% ส่วนธุรกิจรับเหมา (ก่อสร้าง+ไอซีที) ที่ 25% ธุรกิจ ICT อิง PER'64 ระดับ 24 เท่า ใกล้เคียงจาก INET ที่ประกอบธุรกิจหลัก Internet Data Center และ Cloud เช่นเดียวกัน แม้ INET มีฐานรายได้ที่มีขนาดใหญ่กว่า PROEN และมีความเสี่ยงการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีต่ำกว่า จากการขยายไปให้บริการลูกค้าบนระบบ Cloud เป็นหลัก แต่กรณี PROEN มีจุดแข็งในเรื่องลักษณะลูกค้าที่คาดหวังการเติบโตธุรกิจและการใช้

บริการระยะถัดไปสูงกว่า จึงเหมาะสมกับระบบ Data Center มากกว่า หากพิจารณาเรื่องต้นทุนที่ต่ำกว่า

ธุรกิจผู้รับเหมาฯ จึง PER'64 ระดับ 12 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยจาก JR และ DEMCO ที่รับงานรับเหมางานประเภทสายส่งไฟฟ้า และสายใต้ดิน ทั้งนี้ ระดับ PER'64 ดังกล่าว มีส่วนลด PER'64 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย JR และ DEMCO ที่อยู่ราว 17 เท่า จากฐานรายได้ทั้ง 2 บริษัทที่ใหญ่กว่า PROEN, Backlog ในมือที่รองรับการรับรู้รายได้ได้ยาวนานกว่า PROEN และ ประสิทธิภาพกำไรที่สูงกว่า

PER'64 อิงค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักกำไรแต่ละธุรกิจ

ธุรกิจ	ถ่วงน้ำหนัก (%)	PER'64
ธุรกิจ ICT	75%	24.0
ธุรกิจรับเหมา	25%	12.0
เฉลี่ย	100%	21.0

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

PER'64 ของธุรกิจ ICT ที่มีลักษณะคล้ายกัน

หุ้น	PER'64 (เท่า)	รายได้ปี 2563 (ล้านบาท)	สัดส่วนรายได้ Data Center (%)	Cloud (%)
INET	24.1	1,805	8.60%	73.7%
PROEN (เฉพาะ ICT)	24.0	553.2	84.20%	< 3.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

PER'64 ของธุรกิจรับเหมาที่มีลักษณะคล้ายกัน

หุ้น	PER'64 (เท่า)	รายได้ปี 2563 (ล้านบาท)	กำไรสุทธิปี 2563 (ล้านบาท)	อัตรากำไรสุทธิ (%)	Backlogสิ้นปี 2563 (ล้านบาท)
JR	22.2	1,281	88	6.9%	6,212
DEMCO	11.5	2,404	55.2	2.3%	3,400
PROEN (เฉพาะรับเหมา)	12.0	447.9	-8 ถึง -10 (รวมสำรองหนี้)	-2% ถึง -2.5% (รวมสำรองหนี้)	334

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

มูลค่าพื้นฐานปี 2564 ที่ระดับ PER ต่างๆ

คาดการณ์ EPS ปี 2564	Forward PER	มูลค่าพื้นฐานปี 2564 (บาท)
0.18	19	3.42
0.18	20	3.61
0.18	21	3.79
0.18	22	3.96
0.18	23	4.14

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

- 1) ความเสี่ยงการถูกฟ้องร้องและตั้งสำรองค่าความเสียหายเพิ่มเติม จากโครงการที่ดำเนินงานอยู่

กลุ่มที่ 1 – โครงการรับเหมาก่อสร้างระบบระบายน้ำ กทม. โครงการถนนสุขุมวิท 39 และโครงการถนนพระราม 6 สิ้นสุด ปี 2563 มีมูลค่างานที่ทาง PROEN ดำเนินการไปแล้ว แต่ยังไม่เรียกชำระ ทั้งสิ้น 12 ล้านบาท หากผู้รับเหมาโครงการ River ไม่สามารถแก้ไขสัญญาฉบับแรกของโครงการ กทม. ได้ในเรื่องการขยายระยะเวลาสัญญางาน ซึ่งเป็นเงื่อนไขก่อนทยอยกลับมาขอรับมอบงานจาก PROEN อาจทำให้มีอุปสรรคเรื่องรับมอบงานเพิ่มเติมและชำระเงิน (ในส่วนสุขุมวิท 39 จะจ่ายตรงกับ PROEN ส่วนพระราม 6 River จะจ่ายผ่าน RICOH ที่เข้ามาเป็นคู่สัญญาใหม่) อาจส่งผลให้ PROEN ต้องตั้งสำรองหนี้เพิ่มเติม

นอกจากนี้ กรณีดังกล่าวยังรวมถึงงานโครงการดังกล่าวส่วนที่เหลือต้องส่งมอบ สิ้นปี 2563 อีกราว 181 ล้านบาท ซึ่งอาจเกิดปัญหาการรับรู้รายได้ที่ได้ในสมมติฐาน หากการแก้ไขสัญญา River กับ กทม. ไม่เรียบร้อย หรืออาจจะตั้งสำรอง หาก PROEN ทำงานเพิ่มเติมและรับรู้รายได้ไปแล้ว แต่เกิดอุปสรรคการส่งมอบงานและรับชำระเงิน

อย่างไรก็ตาม กรณีดังกล่าว ส่วนงานที่ยังไม่ส่งมอบที่อาจสร้างความเสี่ยง ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ต่ำ เนื่องจากคาดหมายว่ากลุ่ม River จะแก้ไขสัญญาแล้วเสร็จในปี 2564 อีกทั้งโครงการที่รับเพิ่มเติม PROEN ได้ปรับปรุงการประเมินความเสี่ยงของงานโครงการ โดยให้ความสำคัญกับฐานะการเงินและประวัติการชำระเงินของลูกค้า

กลุ่มที่ 2 - ผลเสียหายกรณีโครงการ Google Station ภายใต้สัญญา CAT จ้าง PROEN ติดตั้งจุดกระจายสัญญาณ 10,000 จุด PROEN ได้จ้าง บ.สมาร์ท ไอซีที อินเทอร์เน็ตซันแนล (SMART ICT) ติดตั้งจำนวนไม่น้อยกว่า 4,999 จุด และ SMART ICT จะได้ค่าจ้างสัดส่วน 90% ของที่ PROEN จะได้รับจาก CAT อย่างไรก็ตาม การติดตั้งอุปกรณ์ไม่เสร็จตามสัญญา เมื่อสุทธิตกกับยอดที่ได้รับชำระและของที่คืนมา เหลือหนี้ยังไม่ได้รับชำระ 17 ล้านบาท ซึ่ง PROEN ตั้งสำรองไว้แล้ว

ทั้งนี้ ในส่วนหนี้ค่าเช่าที่ PROEN ต้องจ่าย SMART ICT ราว 9 ล้านบาท ปัจจุบันทางบริษัท กำลังติดตามความคืบหน้าโครงการดังกล่าว โดยหาก CAT ดำเนินการต่อ PROEN จะเจรจาสัญญากับ CAT ต่อไป แต่หากโครงการยกเลิกจะฟ้องร้อง CAT เพื่อเรียกร้องค่าเสียหาย ให้เพียงพอกับความเสียหายที่ได้รับจากโครงการดังกล่าว อีกทั้งบริษัทยังมีโอกาสได้รับส่วนที่ยังไม่ได้รับชำระที่ PROEN ยังติดตามได้อีก 17 ล้านบาท จึงประเมินความเสี่ยงที่จะเสียหายโครงการดังกล่าวต่ำ

- 2) ความเสี่ยงการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่กลุ่ม Garena มีสัดส่วนรายได้ราว 40.9% ของรายได้รวม โดยการทำสัญญาแต่ละครั้ง จะทำทุก 3 ปี ปัจจุบันสิ้นสุด ส.ค. 65 ทั้งนี้ โอกาสเสียลูกค้ารายดังกล่าวประเมินไม่สูง เนื่องจาก Garena ใช้บริการกับ

PROEN มานานกว่า 10 ปี ทั้งที่ไม่เคยมีสัญญาระยะยาว ขณะที่ปัจจุบันทางบริษัทยังกระจายรายได้สู่ธุรกิจรับเหมาเพิ่มสูงขึ้น

- 3) ความเสี่ยงเทคโนโลยี Cloud ซึ่งถือเป็นเทคโนโลยีทดแทน Data Center ที่สร้างรายได้หลักให้กลุ่มบริษัทจะมีต้นทุนต่ำลง อาจสร้างความเสี่ยงทำให้ธุรกิจบริษัทถูกทดแทน
- 4) ความเสี่ยงที่ธุรกิจ Internet Data Center เช่าพื้นที่ที่อาคาร CAT ถนนบางรัก หากบริษัทไม่ได้รับการต่อสัญญาหรือถูกปรับเพิ่มค่าเช่าจะกระทบรายได้ลดลงมีนัยฯ อย่างไรก็ตาม ทางบริษัทกำลังกระจายความเสี่ยง โดยขยายตัวสู่ Data Center แห่งใหม่จากเงิน IPO
- 5) ความเสี่ยงหุ้นบางส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมไม่ติด Silent Period อาจมีการขายทำกำไรหลัง IPO ทำให้ราคาหุ้นอาจมีความผันผวนได้

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ PROEN

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้จากการขายและบริการ	1,001	1,090	1,208	1,346
ต้นทุนขาย	(841)	(907)	(1,003)	(1,111)
กำไรขั้นต้น	160	183	205	235
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(87)	(91)	(96)	(102)
กำไรจากการดำเนินงาน	69	87	103	126
รายได้ (ค่าใช้จ่าย) อื่นๆ	-17	3	3	4
ดอกเบี้ยจ่าย	(17)	(11)	(7)	(9)
กำไรก่อนหักภาษี	35	79	100	121
กำไร (ขาดทุน) จากรายการพิเศษ	2	0	0	0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	25	57	72	87
กำไรปกติ	23	57	72	87
Norm EPS	0.10	0.18	0.23	0.28
ยอดขาย (YoY%)	13.4%	8.9%	10.9%	11.4%
อัตรากำไรขั้นต้น	16.0%	16.8%	17.0%	17.4%
กำไรสุทธิ (YoY%)	52.4%	125.4%	26.0%	21.4%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
รายได้จากการขายและบริการ	N/A	N/A	259	N/A
ต้นทุนขาย	N/A	N/A	(218)	N/A
กำไรขั้นต้น	N/A	N/A	65	N/A
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	N/A	N/A	(22)	N/A
กำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	42	N/A
รายได้ (ค่าใช้จ่าย) อื่นๆ	N/A	N/A	(12)	N/A
ดอกเบี้ยจ่าย	N/A	N/A	(4)	N/A
กำไรก่อนหักภาษี	N/A	N/A	4	N/A
กำไร (ขาดทุน) จากรายการพิเศษ	N/A	N/A	0	N/A
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	N/A	N/A	-	N/A
กำไรสุทธิ	N/A	N/A	1	N/A
กำไรปกติ	N/A	N/A	1	N/A
Norm EPS	N/A	N/A	0.01	N/A
ยอดขาย (YoY%)	N/A	N/A	-32.8%	N/A
กำไรขั้นต้น (YoY%)	N/A	N/A	-30.9%	N/A
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	N/A	N/A	-47.2%	N/A
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.0	1.7	1.5	1.5
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	3.2	3.5	3.5	3.5
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.3	3.2	3.3	3.3
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	3.4	0.9	0.8	0.9
Net gearing (เท่า)	0.5	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ROE (%)	16.8%	11.8%	13.5%	14.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	35	57	72	87
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	38	4	4	7
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	30	29	35	44
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	20	(8)	(9)	(11)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	123	81	102	127
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนในที่ดิน อาคาร อุปกรณ์	(86)	(100)	(100)	(50)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ	42	(0)	(0)	(0)
อื่นๆ	-	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(43)	(100)	(100)	(50)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(24)	(132)	(41)	(42)
จ่ายปันผล	(7)	-	(23)	(29)
อื่นๆ	15	277	-	-
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(16)	145	(64)	(70)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	64	127	(62)	6
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	85	212	150	156
ลูกหนี้การค้า	298	324	359	400
ส่วนของลูกหนี้ทางการเงินครบกำหนดชำระ 1 ปี	5	5	6	7
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	29	31	34	37
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	136	215	288	302
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	113	127	142	227
สินทรัพย์รวม	667	915	979	1,128
เจ้าหนี้การค้า	269	290	321	355
เงินกู้ยืมระยะสั้น	91	-	-	-
เงินกู้ยืมระยะยาว	59	41	23	6
หนี้สินรวม	516	430	445	536
ทุนเรียกชำระแล้ว	115	158	158	158
ส่วนเกิน(ส่วนต่ำกว่า)มูลค่าหุ้น	-	234	234	234
กำไรสะสม	27	84	133	192
ส่วนของผูถือหุ้น	150	485	534	592
รวมหนี้สินและส่วนของผูถือหุ้น	667	915	979	1,128
สมมติฐานหลักในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กำลังให้บริการ Data Center (ตู้)	645.0	645.0	845.0	1045.0
อัตราให้บริการ Data Center (%)		97.5%	87.5%	82.0%
Backlog สิ้นปี ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง (ล้านบาท)	269.0	225.0	234.5	234.5
งานใหม่ ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง (ล้านบาท)	198	300	350	350
อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจ ICT	17.6%	19.0%	19.0%	19.4%
อัตรากำไรขั้นต้นธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส