



DAOL SEC

DAOL Smart Foreign Idea – SPOT, SQ

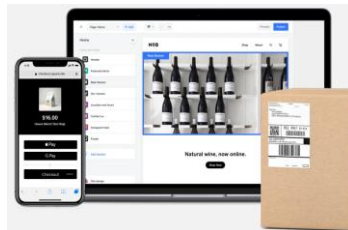
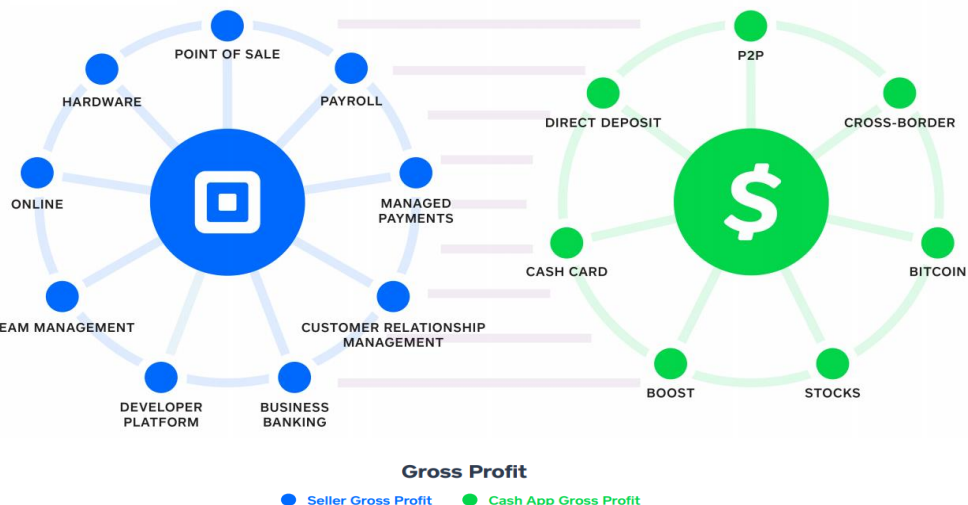
10 -14 October 2022

Strategy & Product Development Department



Block (SQ US) ก่อตั้งโดย Jack Dorsey ผู้ก่อตั้ง Twitter เป็นผู้ให้บริการเครื่องมือ ระบบรับชำระเงิน ระบบหลังบ้านต่างๆ เช่น วิเคราะห์ข้อมูล เงินกู้ธุรกิจให้ร้านค้า นอกจากนี้ มีบริการ Cash App เป็นกระเป๋าเงินออนไลน์ ใช้ชำระระหว่างคนสู่คน หรือคนสู่ร้านค้า และยังมี Feature อื่นๆ เช่น ซื้อขายหุ้นและ Bitcoin ให้บริการบัตร Cash Card เป็นต้น บริษัทได้เปลี่ยนชื่อจาก Square เป็น Block เพื่อรองรับการขยายธุรกิจที่เกี่ยวกับ Blockchain

BLOCK



ระบบจัดการสินค้า



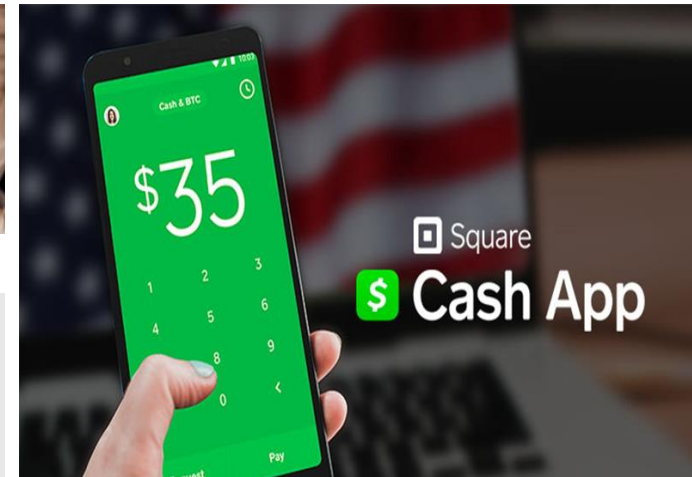
ระบบ POS



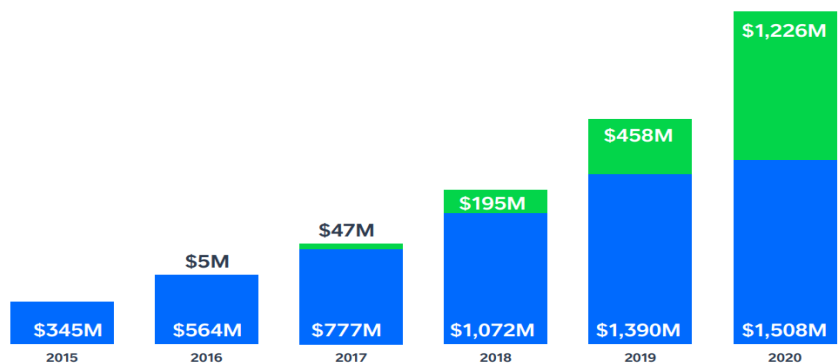
Gift Card



Payment Processing



Square
Cash App



รายได้หลักของ Square มาจาก 2 Ecosystem คือ 1. Seller Ecosystem โดยมีการเก็บ Transaction และ Subscription Fee นอกจากนั้นมีรายได้จากการขาย Software ต่างๆ เช่น ระบบ POS เป็นต้น และ 2. Cash App Ecosystem มีการเก็บ Interchange Fee ของร้านค้าที่รับชำระเงินผ่าน Cash App ค่าธรรมเนียมฝากถอนเงินเร่งด่วน ค่าธรรมเนียมโอนเงินเร่งด่วน โดยช่วงที่ผ่านมา Cash App เติบโตอย่างต่อเนื่อง การเพิ่มขึ้นของราคา Bitcoin ทำให้ในปี 2021 มีคนเข้ามาในระบบจำนวนมาก นอกจากนั้นบริษัทได้ประกาศเข้าซื้อ Afterpay บริษัทออสเตรเลียด้าน Buy Now Pay later มูลค่าราว 29B



Growth Opportunity

- **ธุรกิจ Seller Ecosystem และ Cash App Ecosystem มีโอกาสเติบโตจากการเติบโตของจำนวนผู้ใช้ที่เพิ่มขึ้น** โดยเฉพาะ Cash App ที่มีโอกาสเติบโตตามเทรนด์ของการใช้เงินสดที่ลดลงทั่วโลกเช่นเดียวกับธุรกิจ Payment อื่นๆ ทั้งยังเป็นหนึ่งใน App ที่มีคนดาวน์โหลดสูงสุดใน iOS
- **วิธีการเพิ่มสินค้าและบริการใหม่ๆ เพิ่มเติม** เช่น การให้ผู้ใช้ Cash App สามารถซื้อหุ้น Bitcoin พร้อมทั้งการเชื่อมต่อกับระบบชำระเงินต่างๆ จะช่วยให้ Block สามารถ Monetize ลูกค้ากลุ่มเดิมที่อยู่ใน Ecosystem ของ Block อยู่แล้วได้มากขึ้น
- **การเข้าซื้อธุรกิจ BNPL ยักษ์ใหญ่ของ Australia อย่าง After Pay** ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่กำลังเติบโตสูงจะช่วยเร่งการเติบโตของ Block ในอนาคตด้วย เช่นกัน นอกจากนั้น After Pay จะเป็นตัวเข้ามาเชื่อมต่อระหว่าง Seller Ecosystem กับ App Ecosystem ให้ Smooth ขึ้นโดยเงินไม่จำเป็นต้องออกจาก Ecosystem ของ Block
- **การขยายตลาดไปต่างประเทศเป็นอีกหนึ่งโอกาสการเติบโตของ Block** ในอนาคต เนื่องจากในปัจจุบัน บริษัทมีรายได้จากต่างประเทศเพียง 3% ของรายได้รวมเท่านั้น ทำให้ยังมีโอกาสขยายไปในต่างประเทศอีกมาก โดยจากรายงานประจำปีระบุว่า Block ได้มีการเริ่มนำ POS ไปเปิดตลาดในประเทศอื่นๆ อย่าง Canada UK และ Australia แล้ว ซึ่งถือเป็นกลยุทธ์เดียวกับตอนเริ่มธุรกิจ ใน US



Key Risk

- Block (Square ณ ขณะนั้น) ได้ประกาศซื้อกิจการ After Pay แพลตฟอร์ม BNPL รายใหญ่ของออสเตรเลียด้วยมูลค่ากว่า \$29,000 ล้านดอลลาร์ ผ่านการแลกหุ้น โดยถึงแม้ว่ามูลค่าของ After Pay ที่ซื้อจริงอาจไม่สูงเท่าราคาที่เราได้ตอนแรก แต่ด้วยสภาพตลาดในปัจจุบัน ทำให้ Block อาจต้องมีการ **Impairment Loss After Pay ในไตรมาสถัดๆ ไป ค่าใช้จ่ายในการ Integrate System ของ Block กับ After Pay ก็เป็นปัจจัยที่อาจกดดันกำไรของบริษัทได้**
- **หน่วยงานรัฐต่างๆ นั้นพยายามเข้ามา Regulated ธุรกิจ BNPL มากขึ้นทำให้มีความเสี่ยงที่กำไรจะไม่ดีเหมือนอดีต** นอกจากนั้นดอกเบี้ยขาขึ้นจะทำให้ต้นทุนทางการเงินของธุรกิจ BNPL สูงขึ้นเช่นเดียวกับธุรกิจประเภท Consumer Loan อื่นๆ
- **ภาวะของตลาด Cryptocurrency ที่ซบเซาอาจกดดันกำไรของ Block ได้** โดยถึงแม้ราคา Bitcoin จะไม่มีผลกับกำไรของ Block โดยตรง เนื่องจากกำไรนั้นคิดจากยอดซื้อขายผ่านแพลตฟอร์มเป็นหลัก แต่ตลาดที่ซบเซาจะเป็นผลให้ยอดเทรด Bitcoin ลดลงได้
- **เศรษฐกิจที่ซบเซามีแนวโน้มจะทำให้คนใช้จ่ายน้อยลง และ ทำให้การโอนเงินผ่าน Cash App น้อยลงด้วย** นอกจากนั้นลูกค้า POS ซึ่งเป็น **Seller Ecosystem ของ Block นั้นส่วนใหญ่เป็นพ่อค้าแม่ค้าราย เล็ก-กลาง ทำให้มีโอกาสได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซามากบริษัทใหญ่ๆ**

Source: SQ, Seeking Alpha



	Cash App (Block)	Venmo (Paypal)
Payment & Other Fees	ไม่มีค่าใช้จ่ายในการถอนหรือ โอนเงิน ผ่าน Cash App Balance และ บัญชีธนาคารที่ผูกไว้ (ใช้เวลาในการทำธุรกรรม 1-3 วัน) 0.5 – 1.75 % instant transfers Fee /\$2-\$2.50 ATM withdrawal fee/ 2-3% Fee ในการซื้อขาย Bitcoin	ไม่มีค่าใช้จ่ายในการถอนหรือ โอนเงิน ผ่าน Venmo Balance, Debit Card และ บัญชีธนาคารที่ผูกไว้ (ใช้เวลาในการทำธุรกรรม 1-3 วัน) / 1.5 % instant transfers Fee / 1.5-2.3% Fee /\$0 ATM withdrawal fee สำหรับตู้ ATM ในเครือข่ายของ Paypal (\$2.5 สำหรับการถอนจากตู้ ATM นอกเครือข่าย) / ในการซื้อขาย Cryptocurrency
Payment Method	credit card, debit card, บัญชีธนาคารที่ผูกไว้ , Cash App Balance และ Apple Pay กับ Google Play ที่เชื่อมต่อกับ Cash Card ไว้	credit card, a debit card, บัญชีธนาคารที่ผูกไว้ , Venmo Balance และ สามารถใช้บริการ Amex Send เพื่อเชื่อมต่อกับบัตรเครดิตของ American Express ในการใช้จ่ายเงินโดยไม่มีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติม
International Transfers	ปัจจุบันสามารถใช้ได้ทั้งใน US และ UK โดยสามารถโอนเงินข้ามระหว่าง 2 ประเทศได้แล้ว	ปัจจุบันยังใช้ได้แค่ใน US เท่านั้น
Investing	สามารถซื้อหุ้น (Fractional share) และ Bitcoin ผ่าน Cash App ได้	สามารถซื้อ Cryptocurrency ได้หลากหลายสกุล เช่น Bitcoin, Ethereum, Bitcoin Cash และ Litecoin
Filing taxes	ปัจจุบันคนอเมริกันสามารถยื่นและจ่ายภาษีผ่าน Cash App ได้แล้วตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นไป	ปัจจุบัน Venmo ยังไม่มีบริการยื่นและจ่ายภาษี



อีกหนึ่งคู่แข่งสำคัญของทั้ง 2 แอปพลิเคชัน คือ Zelle ซึ่งเป็นบริการสำหรับโอนเงินออนไลน์ผ่านแอปพลิเคชันของธนาคารในสหรัฐฯ โดยเพียงเข้าไปยืนยันตัวตนในแอปพลิเคชันของธนาคาร ก็สามารถเข้าไป “Send Money with Zelle” ได้เลย ซึ่ง Zelle เป็น Partner กับ ธนาคารใหญ่มากมาย เช่น Bank of America Citi และ Wellfargo ซึ่งสำหรับลูกค้าที่ไม่มีบัญชีกับแบงก์ที่เป็น Partner กับ Zelle ก็สามารถโอนเงินผ่าน Stand Alone App ของ Zelle โดยตรงเช่นเดียวกัน

Source: Finance buzz

Income Statement Highlight (\$Mn)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	1,708.72	2,214.25	3,298.18	4,713.50	9,497.58	17,661.20	17,555.10	20,501.93
Revenue Growth		29.59%	48.95%	42.91%	101.50%	85.95%	-0.60%	16.79%
COGS	1,132.68	1,374.95	1,994.48	2,823.82	6,764.17	13,241.38	11,706.64	13,359.96
Gross Profit	576.04	839.31	1,303.70	1,889.69	2,733.41	4,419.82	5,848.46	7,141.97
Operating Expense	660.80	856.13	1,264.06	1,732.33	2,883.82	3,978.77	5,055.22	5,971.70
EBITDA	-84.76	-16.83	39.64	157.36	-150.42	441.05	793.24	1,170.26
EBIT	-122.50	-54.11	-21.32	55.72	-296.29	235.37	-526.13	-94.03
Net Income	-123.64	-62.71	-38.47	31.16	-64.37	240.54	457.68	903.97
EPS	-0.36	-0.17	-0.09	0.07	-0.15	0.52	0.87	1.52
EPS Growth		-54.3%	-42.6%	-177.3%	-298.1%	-461.2%	65.1%	76.0%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Free Cash Flow	(2.30)	101.61	233.88	403.20	34.71	713.51	585.52	1,059.64

Balance Sheet Highlight (\$Mn)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cash & Cash Equivalent	452.03	696.47	583.17	1,047.12	3,158.06	4,443.67
Current Assets	1,001.43	1,778.29	2,111.91	3,219.80	7,761.63	10,520.93
Total Assets	1,211.36	2,187.27	3,281.02	4,551.26	9,869.55	13,925.76
Current Liability	577.46	972.83	1,018.54	1,694.09	4,126.10	5,435.10
Total Liability	635.21	1,400.94	2,160.52	2,836.21	7,187.98	10,612.18
Total Equity	576.15	786.33	1,120.50	1,715.05	2,681.57	3,313.59

* Based on Bloomberg Consensus Estimate as of 29 September 2022

Cash Flow Highlight (\$Mn)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cash from Operations	23.131	127.711	295.08	465.699	173.11	847.83
Cash from Investing	-114.241	-340.611	-905.848	95.193	-606.636	-1310.879
Cash from Financing	90.303	459.236	508.534	-95.033	3689.73	2644.968

Key Financial Ratio

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
ROE	-7.98%	-3.43%	1.82%	-2.40%	7.26%	-
ROA	-2.83%	-1.17%	0.66%	-0.68%	1.36%	-
Gross Margin	37.90%	39.53%	40.09%	28.78%	25.03%	33.31%
Operating Margin	-2.44%	-0.65%	1.18%	-3.12%	1.33%	-3.00%
Net Profit Margin	-2.83%	-1.17%	0.66%	-0.68%	1.36%	2.61%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Current Ratio	1.83	2.07	1.90	1.88	1.94	-
Cash Ratio	0.72	0.57	0.62	0.77	0.82	-
Tot Debt/Capital	0.64	0.66	0.62	0.73	0.76	-
Tot Debt/Equity	1.78	1.93	1.65	2.68	3.20	-

- Free cash flow ของ Block (SQ) ยังคงเป็นบวกมาตลอดตั้งแต่ปี 2017 รวมถึงมี Current Ratio ค่อนข้างสูงทำให้เรามองว่า Block (SQ) จะไม่มีปัญหาจากสภาพคล่องมากนัก ถึงแม้ว่าบริษัทจะมี D/E Ratio ค่อนข้างสูงแต่เกินกว่าครึ่งเป็นหนี้สินระยะสั้นที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย นอกจากนี้บริษัทมีกำไรเป็นบวกแล้ว เราจึงมองว่าบริษัทมีความปลอดภัยมากกว่า Mid-Small Cap Growth ด้วยกันอยู่ระดับหนึ่ง

* Based on Bloomberg Consensus Estimate as of 29 September 2022



Guidance & Outlook

- การเปลี่ยนชื่อบริษัทเป็นการรองรับการขยายตัวไปธุรกิจอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Blockchain มากกว่าธุรกิจเดิมที่เป็น Payment และมีการแยกอีก 3 ธุรกิจ คือ TIDAL (Music Streaming), Spiral (Square Crypto) สำหรับพัฒนา Bitcoin Ecosystem และ ธุรกิจ Decentralized Exchange for Bitcoin จึงเป็นโอกาสการเติบโตของ Block จาก E-wallet และ Blockchain ที่จะมีมากขึ้นในอนาคต อย่างไรก็ตาม Top line ของบริษัทในไตรมาสล่าสุด ได้รับผลกระทบจากยอดเทรด Bitcoin ที่ลดลง แต่ส่วนดังกล่าวมี Margin ค่อนข้างต่ำทำให้ไม่กระทบ Gross Profit มากนัก ในไตรมาสหน้า บริษัทมีแผนจะลดค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานลง 10% เพื่อเตรียมรับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง

Earning Results

- ในไตรมาสที่ 2 Non GAAP EPS สูงกว่าที่ตลาดคาดไว้เล็กน้อยที่ \$0.18 แต่หดตัวลงจากปีก่อนค่อนข้างมากจาก SG&A ที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่ารายได้มาก gross profit เติบโต \$1.47 billion (รวม After Pay) เพิ่มขึ้น 29% YoY ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดไว้ ซึ่งเติบโตจากทั้งฝั่ง Seller Ecosystem และ Cash App เติบโต 29% YoY พอๆกับ ปัจจุบัน Seller Ecosystem มี gross profit \$755 million ในขณะที่ Cash App มี gross profit \$705 million
- Cash App มีรายได้น้อยลง -21% YoY เมื่อเทียบกับปีก่อนจากยอดเทรด Bitcoin ที่น้อยลงอย่างมีนัยยะสำคัญ แต่ Gross Profit จากส่วนดังกล่าวถือว่าค่อนข้างต่ำ ในขณะที่ Cash App Borrow มีผู้ใช้เกิน 1 ล้านคนซึ่งถือว่าเกินจุดคุ้มทุนไปแล้ว Gross profit เพิ่มขึ้นจากทั้ง Transaction-based (+10%) และ Subscription and Services-based (+56%) อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในฝั่งที่ลดลงมากได้แก่ Gross profit จากทั้ง Hardware (ขาดทุนมากขึ้นกว่าเดิมจากการทำ Promotion เพื่อเพิ่มผู้ใช้งาน) และ Bitcoin (-24% จาก Sentiment ของ ตลาด Crypto ที่ไม่ค่อยดีนัก)
- ภาพของ Gross Payment Volume เริ่ม Normalized มากขึ้น โดยเพิ่มขึ้น +18% YoY เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ +23% Food & Drink เป็นหมวดหมู่ที่เติบโตดีที่สุด Gross Payment Volume ของ Square เพิ่มจากร้านอาหารเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวใน 1 ปีที่ผ่านมา

** SG&A หรือค่าใช้จ่ายจากการขายและการดำเนินงาน คือ ค่าใช้จ่ายทางบัญชีในการขายสินค้า และการดำเนินงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการขาย และโปรโมตสินค้า

* Based on Bloomberg Consensus Estimate as of 28 September 2022

Source: Block , Bloomberg

Stock Report | **September 24, 2022** | NYSE Symbol: **SQ****Block, Inc.****Recommendation****HOLD** ★ ★ ★ ★ ★**Price**

USD 56.27 [as of market close Sep 23, 2022]

12-Mo. Target Price

USD 111.00

Report Currency

USD

Investment Style

Large-Cap Growth

Equity Analyst David Holt**GICS Sector** Information Technology**Sub-Industry** Data Processing and Outsourced Services**Summary** SQ is dedicated to making commerce easy for merchants by facilitating payment transactions, and offering an extended suite of financial and marketing services.**Key Stock Statistics (Source: CFRA, S&P Global Market Intelligence (SPGMI), Company Reports)**

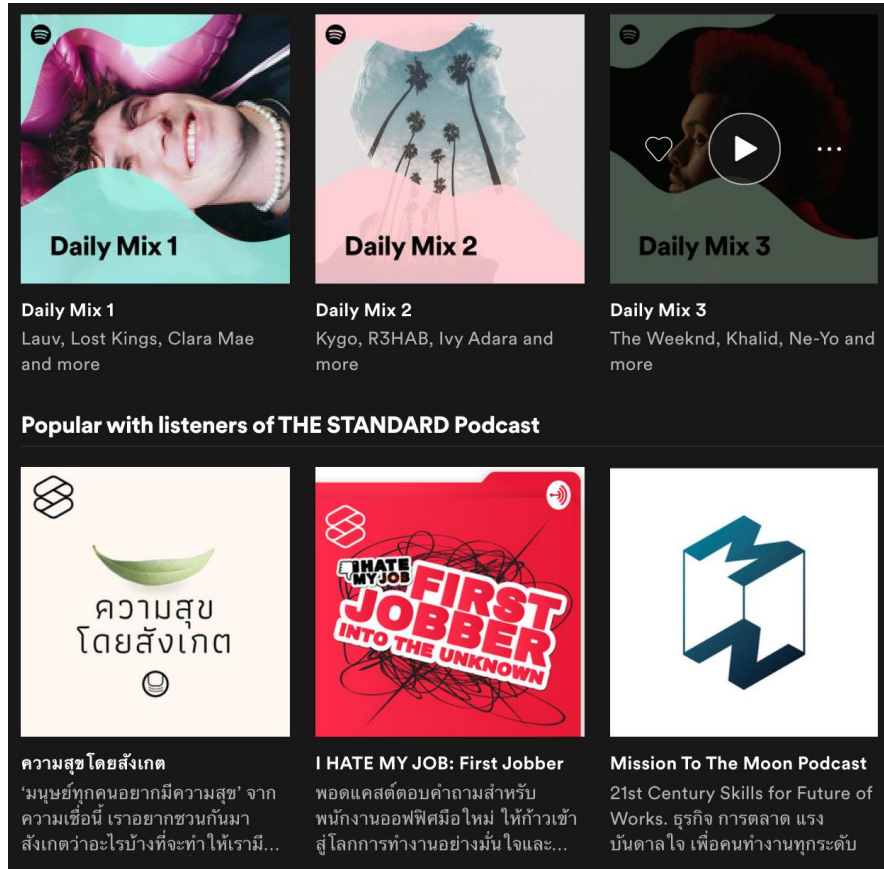
52-Wk Range	USD 270.16 - 54.43	Oper.EPS2022E	USD 0.90	Market Capitalization[B]	USD 33.53	Beta	2.45
Trailing 12-Month EPS	USD 1.0	Oper.EPS2023E	USD 1.68	Yield [%]	N/A	3-yr Proj. EPS CAGR[%]	33
Trailing 12-Month P/E	56.27	P/E on Oper.EPS2022E	62.52	Dividend Rate/Share	N/A	SPGMI's Quality Ranking	NR
USD 10K Invested 5 Yrs Ago	19,572.0	Common Shares Outstg.[M]	585.00	Trailing 12-Month Dividend	N/A	Institutional Ownership [%]	61.0

Growth Opportunities

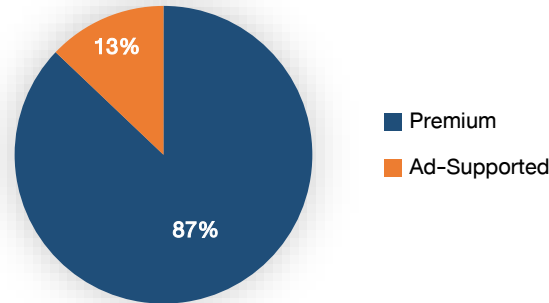
- ธุรกิจ Seller Ecosystem และ Cash Ecosystem มีโอกาสเติบโตจากการเติบโตของจำนวนผู้ใช้ โดยเฉพาะ Cash App ที่ยอดผู้ใช้งานเติบโตกว่า 100% ทั้งยังเป็นหนึ่งใน App ที่มีคนดาวน์โหลดสูงสุดใน iOS และ วิธีการเพิ่มสินค้าและบริการใหม่ๆ เข้าไปเพื่อหาวิธี Monetize เพิ่มเติม
- ถึงแม้ว่ากำไรระยะสั้นจะถูกกดดันจากการลงทุนในธุรกิจใหม่ๆ อย่าง Afterpay Tidal และ ราคา Bitcoin ที่ปรับตัวลดลง แต่ทั้งรายและกำไรระยะยาวมีแนวโน้มจะเติบโตดี จาก Total Addressable Market ที่ใหญ่ และ การที่กำไรของ Afterpay จะถูกรับรู้ใน 2H22 เป็นต้นไป



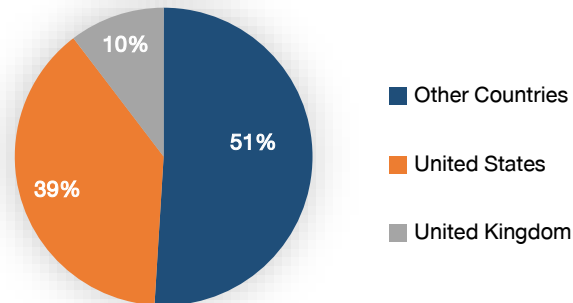
Spotify (SPOT US) แพลตฟอร์มฟังเพลงออนไลน์อันดับ 1 ของโลกจากประเทศสวีเดน ซึ่งสมาชิกสามารถดาวน์โหลด Application มาใช้ได้โดยไม่มีค่าใช้จ่าย แต่หากสมาชิกจ่ายค่าบริการรายเดือนก็จะได้รับการบริการพิเศษ เช่น ไม่ได้รับโฆษณาระหว่างเพลง, สามารถฟังเพลงได้โดยไม่ต้องใช้อินเทอร์เน็ต



Q4FY21 Revenue by Segments



Q4FY21 Revenue by Geography



ปัจจุบัน Spotify มี Monthly Active Users (MAUs) มากกว่า 381 ล้านคนทั่วโลก และนักวิเคราะห์คาดว่า รายได้ของ Spotify จะยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่องถึงแม้ว่าจะโดน Apple และ Amazon แย่งส่วนแบ่งทางการตลาดไปบ้างบางส่วน นอกจากนั้นบริษัทจะสามารถ Break-Even ได้ในช่วงครึ่งหลังของปี 2022 และจะมีอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) 14% ในปี 2024 ซึ่งเกิดจากประสิทธิภาพด้านขนาด (Scale Efficiencies) และค่าใช้จ่ายในการสร้าง Content ที่ลดลง

นอกจากนั้น Spotify ยังตั้งเป้าที่จะขยายธุรกิจให้กว้างขึ้นไปยังกลุ่มหนังสือเสียงซึ่งไม่เหมือนกับ Podcast จึงได้เข้าซื้อกิจการแพลตฟอร์มหนังสือเสียง Findaway ที่ปัจจุบันมีหนังสือเสียง (Audio Book) มากกว่า 325,000 เรื่อง

Source: Spotify, CFRA, Bloomberg



Growth Opportunity

- ผู้บริหารของ Spotify ได้ตั้งเป้าหมายใน Investor Day 2022 ไว้ว่า Monthly Active User ของ Spotify จะเกิน 1 พันล้านคนภายในปี 2030 หรือเติบโตมากกว่าเท่าตัวจากปัจจุบัน (ปัจจุบัน 433 ล้านคน) ซึ่งเป็นเป้าหมายที่ค่อนข้างท้าทาย แต่จากการที่ยอด Monthly Active User ยังโตได้มากกว่า Management ให้ Guidance ไว้ในไตรมาส 2 ที่ผ่านมา ท่ามกลางความท้าทายทั้ง เงินเฟ้อ และ การกลับมาเปิดเมือง ทำให้เป้าหมายดังกล่าวดูมี Credit พอสสมควร
- ถึงแม้กลุ่มประเทศในอเมริกาเหนือและยุโรปตะวันออกจะมี Adoption Rate ของบริการ Music Streaming ที่ค่อนข้างสูงแล้วแต่โอกาสจะอยู่ในกลุ่ม Asia (ยกเว้นจีน) และ Latam เป็นหลัก โดยตาม Earning Call ล่าสุดนั้นพบว่า Growth Driver หลักๆ มาจาก India, Philippines และ Indonesia เป็นหลัก
- การเข้าบุกตลาด Audio Book และ Podcast มากขึ้นจะช่วยดึงดูดลูกค้ากลุ่มอื่นๆ ที่อาจไม่ได้อินโฟฟังเพลงเป็นหลักเข้ามาได้อีก ซึ่ง Spotify เองก็มีเป้าหมายในการเป็น “Audio First Platform” อยู่แล้ว โดยล่าสุดก็ได้มีการซื้อ Podlight เข้ามาช่วยเสริมในเรื่องการโฆษณาผ่าน Podcast
- นอกจาก User ที่โตแล้ว Spotify ยังคงมีการพยายามหาวิธีการ Monetize ใหม่ๆ เพื่อเพิ่ม ARPU* ให้แก่บริษัท ได้แก่การให้ศิลปินสามารถยิงโฆษณาเพลงของตนผ่าน Spotify และการเป็นช่องทางใหม่ในการขายบัตรคอนเสิร์ตอีกด้วย



Key Risk

- อุตสาหกรรม Music Streaming นั้นมีการแข่งขันกันค่อนข้างรุนแรง อีกทั้งลูกค้ายังมี Switching Cost ค่อนข้างต่ำ รวมทั้ง Content ก็ไม่ค่อยต่างกันมาก (สำหรับ Mainstream Music) เมื่อเทียบกับพวกธุรกิจ Video Streaming โดยนอกจาก Spotify แล้ว เจ้าตลาดบริษัทอื่นล้วนเป็น บริษัทเทคโนโลยีรายใหญ่ทั้งสิ้น ทำให้ไม่จำเป็นต้องกังวลเรื่องการกำกับหรือกระแสเงินสดเหมือน Spotify เพราะรายได้จาก Music Streaming คิดเป็นสัดส่วนไม่มากเทียบกับรายได้รวมของบริษัท ซึ่งอาจทำให้คู่แข่งดำเนินธุรกิจแบบขาดทุนโดยกดราคาหรืออัดโฆษณาแข่งกับ Spotify ได้ นอกจากนี้เรายังมักเห็นการ bundle service จากผู้เล่นที่ Big Tech ทำให้ Spotify จะเสียเปรียบในกรณีที่ผู้ใช้อยาก Subscribe บริการที่หลากหลายพร้อมๆกันที่อาจเลือก Apple หรือ Amazon มากกว่า
- ลิขสิทธิ์ของเพลงบนโลกกว่า 80% นั้นขึ้นอยู่กับค่ายเพลงเพียง 3 ค่ายอันได้แก่ Universal Music Group, Sony และ Warner Music Group ทำให้มีอำนาจต่อรองกับกลุ่ม Music Streaming App ที่มีผู้เล่นรายใหญ่เยอะกว่า (fragmented) ได้พอสมควร ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงในการขอแบ่งส่วนแบ่งรายได้
- การเติบโตของ NFT จะมีโอกาส Disrupt ธุรกิจของ Spotify ได้ ที่ศิลปินสามารถส่ง เพลงถึงผู้ฟังได้โดยตรง เพื่อแก้การกระจายรายได้ที่ไม่ธรรมของศิลปิน ในระยะยาวอุตสาหกรรม NFT อาจดึงจำนวนศิลปินไปบางส่วน

* ARPU = Average Revenue Per User

Source: Spotify, Seeking Alpha

Income Statement Highlight (\$Mn)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Revenue	3,267.37	4,620.58	6,211.54	7,572.23	8,996.85	11,435.00	11,575.36	13,403.45
Revenue Growth		41.42%	34.43%	21.91%	18.81%	27.10%	1.23%	15.79%
COGS	2,823.53	3,661.44	4,613.48	5,644.47	6,696.26	8,370.45	8,666.76	9,883.63
Gross Profit	443.84	959.14	1,598.06	1,927.76	2,300.59	3,064.55	2,908.60	3,519.82
Operating Expense	788.07	1,325.17	1,611.06	1,881.86	2,508.38	2,803.16	3,188.67	3,467.08
EBITDA	-344.23	-366.03	-12.99	45.90	-207.80	261.39	-280.07	52.74
EBIT	-386.28	-427.04	-50.79	-51.50	-334.53	111.18	-565.53	-159.55
Net Income	-596.58	-1,395.21	-92.13	-184.35	-663.35	-40.21	-279.28	-117.55
EPS	-4.02	-9.20	-0.52	-1.02	-3.54	-0.21	-1.58	-0.49
EPS Growth		128.9%	-94.3%	96.0%	247.4%	-94.0%	642.3%	-68.9%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Free Cash Flow	81.91	161.55	258.67	490.34	206.65	326.44	91.13	352.29

Balance Sheet Highlight (\$Mn)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cash & Cash Equivalent	796.30	573.45	1,020.37	1,195.89	1,407.10	3,124.32
Current Assets	2,013.42	2,281.78	2,572.12	2,505.19	2,892.44	4,977.96
Total Assets	2,214.87	3,735.24	4,965.59	5,751.49	7,733.54	8,163.76
Current Liability	1,286.73	2,236.09	2,461.03	2,738.75	3,545.25	3,673.12
Total Liability	2,468.00	3,449.11	2,567.54	3,464.15	4,304.42	5,751.07
Total Equity	(253.13)	286.12	2,398.05	2,287.35	3,429.11	2,412.69

* Based on Bloomberg Consensus Estimate as of 29 September 2022

Cash Flow Highlight (\$Mn)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cash from Operations	111.79	202.22	406.31	641.47	295.71	426.98
Cash from Investing	-915.35	-491.43	-25.98	-244.05	-424.72	-221.18
Cash from Financing	978.44	-24.85	108.66	-202.63	227.20	1678.35

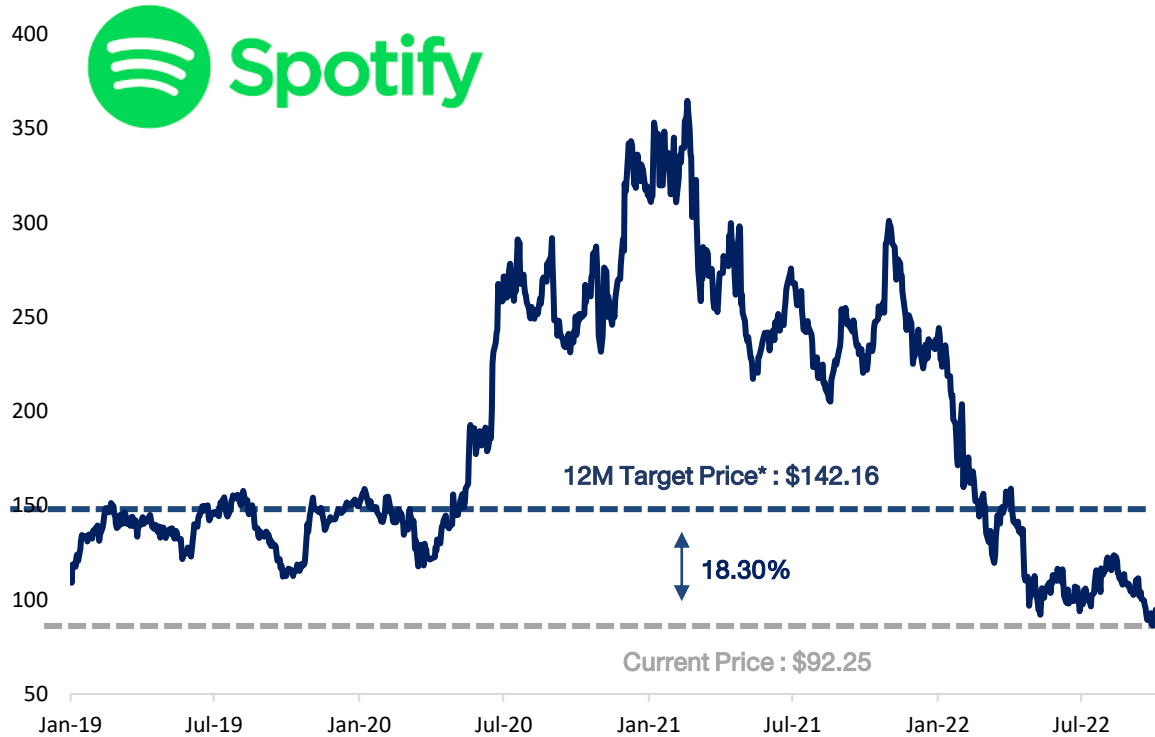
Key Financial Ratio

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
ROE	-487.63%	-3.84%	-8.06%	-19.34%	-1.67%	-
ROA	-30.20%	-1.48%	-2.43%	-7.37%	-0.35%	-
Gross Margin	20.76%	25.73%	25.46%	25.57%	26.80%	25.13%
Operating Margin	-9.24%	-0.82%	-0.68%	-3.72%	0.97%	-4.89%
Net Profit Margin	-30.20%	-1.48%	-2.43%	-7.37%	-0.35%	-2.41%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Current Ratio	1.02	1.05	0.91	0.82	1.36	-
Cash Ratio	0.26	0.41	0.44	0.40	0.85	-
Tot Debt/Capital	0.92	0.52	0.60	0.56	0.70	-
Tot Debt/Equity	12.05	1.07	1.51	1.26	2.38	-

- ถึงแม้ว่าอัตราส่วน D/E Ratio ของ SPOT จะค่อนข้างสูงแต่เกินกว่าครึ่งเป็นหนี้ระยะสั้นที่ไม่ภาระดอกเบี้ย ฉะนั้นด้วย Current Ratio > 1 ทำให้เรามองว่า SPOT ยังไม่น่าเป็นห่วงทั้งในด้านหนี้สินและสภาพคล่อง นอกจากนั้นตลาดยังคงเรายังคงเห็น Cash Flow ของ SPOT เป็นบวกแม้ในช่วงที่เศรษฐกิจประปรายปีนี้ก็ตาม

* Based on Bloomberg Consensus Estimate as of 29 September 2022



Earning Results

- หุ้นของ Spotify ปรับตัวขึ้นถึง 16.7% หลังงบไตรมาส 2 ออกมาดีกว่าคาด เช่นเดียวกับ User ที่เร่งตัวขึ้น ถึงแม้ Bottom line จะต่ำกว่าตลาดคาดไว้เล็กน้อย
- บริษัทรายงานออกมาดีกว่า guidance ในแทบทุก Key Metric โดยเฉพาะจำนวน MAU ออกมา 433M monthly active users +19% YoY สูงกว่า Guidance ที่ 428M หากไม่รวมกระทบจากรัสเซียและยูเครน เพิ่มขึ้น 20M ส่วน Gross Margin ออกมาใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 25%
- Premium subscribers เพิ่มขึ้น 14% YoY เป็น 188M สูงขึ้น สูงกว่า guidance ถึง 1M
- รายได้เติบโต 23% YoY เป็น €2.9B รายได้จากฝั่ง premium revenue เพิ่มขึ้น 22% YoY เพิ่มขึ้น €2.5B ในขณะที่รายได้จากโฆษณาเติบโต 13% YoY เป็น €360M ทำจุดสูงสุดใหม่ส่วนทางกับบริษัทอื่นๆ โดย Add ของบริษัทมีการยิงโปรโมทเพลงใหม่ๆ เติบโตเป็นเท่าตัว YoY ซึ่งการเติบโตนั้นดีขึ้นในแทบทุกภูมิภาค ทั้งนี้ขยายตัวไปภูมิภาคใหม่ๆยังคงมีอย่างต่อเนื่อง
- Guidance 3Q22 MAU และ revenue outlook ถูกปรับขึ้น แต่ Gross margin ถูกปรับลงเล็กน้อย
- นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มีมุมมองเชิงบวกและกล่าวว่ารายงานงบออกมาดีกว่าที่คาดไว้ โดยมีการปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายขึ้นเป็นส่วนใหญ่

Guidance & Outlook

- ผลประกอบการใน 2Q22 นั้นเติบโตดีกว่าตลาดคาด โดยยอด monthly active users ยังคงเพิ่มขึ้นสูง ในขณะที่ตลาดคาดว่าจะเริ่มชะลอตัว นอกจาก User ที่เติบโตค่อนข้างดีแล้ว บริษัทยังมีการเพิ่มวิธี monetize ใหม่ ๆ มากมาย ทั้งการให้ศิลปินสามารถยิงโฆษณาเพื่อเปิดโปรโมทเพลง การขายบัตรคอนเสิร์ต โดยให้สมาชิกได้สิทธิพิเศษก่อน ทั้งยังมีข่าวว่าบริษัท เตรียมทดลองบริการแบบ freemium อีกด้วย เราจึงมอง outlook ของ Spotify ค่อนข้างดีเช่นเดียวกับนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่

* Based on Bloomberg Consensus Estimate as of 7 October 2022

Source: SPOT , Bloomberg

Stock Report | **August 13, 2022** | NYSE Symbol: **SPOT**

Spotify Technology S.A.



Recommendation **BUY** ★ ★ ★ ★ ★

Price USD 123.63 (as of market close Aug 12, 2022) **12-Mo. Target Price** USD 139.00 **Report Currency** EUR **Investment Style** Large-Cap Blend

Equity Analyst John Freeman

GICS Sector Communication Services
Sub-Industry Movies and Entertainment

Summary Spotify is the largest independent provider of streaming music content, both subscription and ad supported, and is expanding into other forms of audible content.

Key Stock Statistics (Source: CFRA, S&P Global Market Intelligence (SPGMI), Company Reports)

52-Wk Range	USD 305.6 - 89.03	Oper.EPS2022E	EUR -1.22	Market Capitalization[B]	USD 23.86	Beta	1.83
Trailing 12-Month EPS	EUR -0.63	Oper.EPS2023E	EUR -0.31	Yield [%]	N/A	3-yr Proj. EPS CAGR[%]	-238
Trailing 12-Month P/E	NM	P/E on Oper.EPS2022E	NM	Dividend Rate/Share	N/A	SPGMI's Quality Ranking	NR
USD 10K Invested 5 Yrs Ago	N/A	Common Shares Outstg.[M]	193.00	Trailing 12-Month Dividend	N/A	Institutional Ownership [%]	56.0

Analyst's Risk Assessment

LOW	MEDIUM	HIGH
-----	--------	------

Our risk assessment reflects significant competition from very large and well-capitalized market participants, possible changes in technologies and customer tastes, and the potential for legal and regulatory issues given the company's size and large geographic footprint.

Earnings Per Share (EUR)

	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
2024	--	--	--	--	E 1.10
2023	E -0.07	E -0.19	E -0.11	E 0.06	E -0.31
2022	0.21	-0.65	E -0.75	E -0.03	E -1.22
2021	-0.25	-0.10	0.01	-0.20	-0.18
2020	--	-1.91	-0.53	-0.66	-3.10
2019	-0.79	-0.42	0.36	-1.14	-1.03

Fiscal Year ended Dec 31. EPS Estimates based on CFRA's Operating Earnings; historical earnings are adjusted. In periods where a different currency has been reported, this has been adjusted to match the current quoted currency.

Source: CFRA



DAOL

다음

DAOL (THAILAND)

กลุ่มธุรกิจการเงิน ดาโอ (ประเทศไทย)

DAOL SEC

DAOL INVESTMENT
MANAGEMENT

DAOL REIT

DAOL LEND

DAOL DIGITAL
PARTNER



'DAOL, your lifetime financial partner'



0 2351 1800



contactcenter@daol.co.th



www.daol.co.th



[daol.th](https://www.facebook.com/daol.th)



[daol.th](https://www.youtube.com/daol.th)

