

NETBAY (NETBAY TB)

นำเข้า-ส่งออกอ่อนแอ ส่งผลให้เราลด ประมาณการกำไร

คงแนะนำ "ซื้อ" หลังราคาหุ้นสะท้อนแนวโน้มอ่อนแอแล้ว

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากเชื่อว่าราคาหุ้นยังมีอัปเดตอยู่ 26% (ราคาเป้าหมายใหม่สูงกว่าราคาตลาด 22% และเงินปันผลปี 66 อีก 4%) ทั้งนี้ เราได้ปรับลดราคาเป้าหมายลงจาก 30.0 บาทเป็น 26.2 บาท เนื่องจาก 1) ปรับกำไรหลักต่อหุ้นปี 66 ลง 3% และ 2) ปรับอัตราส่วน P/E อ้างอิงลดลงจาก 31.1 เท่า เป็น 28.0 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ของค่าเฉลี่ยของ P/E ล่วงหน้า 1 ปี อยู่ 1SD) เรายังคงเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนแนวโน้มปริมาณการนำเข้า-ส่งออกที่อ่อนแอไปแล้ว โดยตอนนี้นั้น NETBAY ซื้อขายที่ P/E ล่วงหน้า 1 ปีที่ 23 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 34 เท่า และเป็น P/E ที่ต่ำสุดในรอบ 6 ปี

ลดคาดการณ์ EPS ปี 66-68 ลง 3% จากการนำเข้า-ส่งออกที่อ่อนแอ

เราปรับลดคาดการณ์กำไรหลักต่อหุ้นปี 66-68 ลง 3% เนื่องจากปริมาณการนำเข้า-ส่งออกของไทยที่อ่อนแอ ทั้งนี้ เราประเมินว่า 57% ของรายได้ในปี 66 ของ NETBAY มาจาก e-Customs Gateway โดยในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. 66 ดัชนีปริมาณการส่งออกของไทยลดลง 6% YoY ในขณะที่ดัชนีปริมาณการนำเข้าลดลง 2% YoY ตอนนี้อัตราการนำเข้าหลักปี 66 อยู่ที่ 187 ล้านบาท (+10% YoY) จากรายได้ 507 ล้านบาท (+11% YoY)

คาดการณ์กำไร 1H66 สูงกว่า 2H66 เล็กน้อย

เราคาดว่ากำไรหลักในช่วงครึ่งปีแรก 66 จะคิดเป็น 52% ของประมาณการทั้งปีจากโครงการของไปรษณีย์ไทย โดยเราประเมินว่า NETBAY น่าจะดำเนินการโครงการ Total Document Handling สำหรับไปรษณีย์ไทยให้แล้วเสร็จในกลางปี 66 พร้อมรับรู้รายได้ 54 ล้านบาทในครึ่งปีแรก 66 (เทียบกับ 46 ล้านบาทใน 4Q65) เนื่องจากจะไม่มีรายได้จากโครงการนี้ในครึ่งปีหลัง 66 เราจึงคาดการณ์ว่ากำไรหลักจะลดลง QoQ ใน 3Q66 ก่อนที่ปริมาณการนำเข้า-ส่งออกในช่วงไฮซีซั่นจะทำให้กำไรเติบโต QoQ ใน 4Q66

คาดมีอัปเดตจากโครงการ iBox ใหม่

แม้ว่าปัจจุบันเราคาดว่ารายได้จะลดลง QoQ ในไตรมาส 3/66 แต่ NETBAY ตั้งเป้าที่จะหารายได้จากโครงการ iBox เพิ่มเติมเพื่อรักษาการเติบโตของรายได้ในไตรมาส 3/66 และไตรมาส 4/66 สะท้อนให้เห็นว่าประมาณการรายได้ในปี 66 ของเรามีอัปเดต ทั้งนี้ iBox เป็นแพลตฟอร์มการรับ-ส่งข้อมูลผ่านช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ที่องค์กรสามารถใช้งานเพื่อทำให้กระบวนการทำงานเป็นดิจิทัลมากขึ้น คุณสมบัติที่สำคัญของ iBox ได้แก่ การระบุตัวตนผู้ใช้ การจัดเก็บข้อมูล การเชื่อมโยงเอกสารกับผู้ใช้ที่ระบุตัวตน และการจัดการกระบวนการทางธุรกิจ

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	400	457	507	518	582
EBITDA	204	225	250	263	301
Core net profit	165	170	187	200	230
Core EPS (THB)	0.82	0.85	0.94	1.00	1.15
Core EPS growth (%)	1.9	3.0	10.2	6.6	14.9
Net DPS (THB)	0.79	0.82	0.89	0.95	1.09
Core P/E (x)	28.6	29.4	22.9	21.5	18.7
P/BV (x)	9.8	10.1	8.3	8.0	7.4
Net dividend yield (%)	3.4	3.3	4.1	4.4	5.1
ROAE (%)	35.0	34.8	37.1	37.8	41.1
ROAA (%)	26.4	26.1	27.5	28.1	30.5
EV/EBITDA (x)	22.8	21.4	16.5	15.6	13.4
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	197	206	237
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(4.9)	(3.0)	(2.9)

Wasu Mattanapotchanart
wasu.m@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1392

BUY

Share Price	THB 21.50
12m Price Target	THB 26.20 (+26%)
Previous Price Target	THB 30.00

Company Description

NETBAY provides software-as-a-service (SaaS) for e-transactions mainly for B2G and B2B market segments. It is the biggest player in e-Customs market.

Statistics

52w high/low (THB)	31.25/21.50
3m avg turnover (USDm)	0.5
Free float (%)	49.0
Issued shares (m)	200
Market capitalisation	THB4.3B
	USD125M

Major shareholders:

Pichit Viwatrujirapong	51.0%
Thai NVDR	4.2%
Thai Life Insurance	3.8%

Price Performance



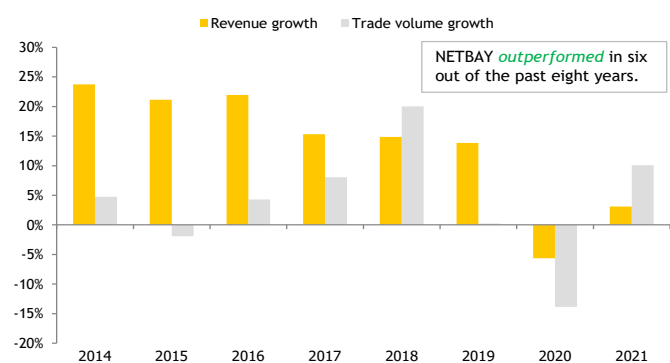
	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(16)	(19)	(35)
Relative to index (%)	(13)	(11)	(29)

Source: FactSet

Value Proposition

- NETBAY is a provider of software-as-a-service (SaaS) for B2G and B2B electronic transactions. NETBAY aims to turn business transactions from paper to digital formats.
- NETBAY has developed most of its SaaS offerings, including e-Customs gateway and e-tax invoice.
- We expect NETBAY's revenue to follow the trend of Thailand's import-export volume each year.
- Key risk for the company is there is no barrier to entry in any of the businesses that NETBAY is in. However, the company's decades of experience in the field, innovation (especially in the B2B market segment) and low prices have allowed it to outgrow the competition most of the time.
- The company's slogan is "Better, Faster, Cheaper".

NETBAY's revenue growth vs import-export volume growth

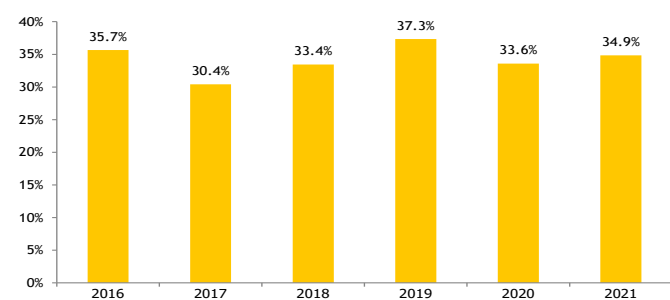


Source: Thailand National Single Window, Company

Financial Metrics

- Due to the low capex requirement of its business, NETBAY has no debt. Its holdings of cash and short-term investments were worth THB453m, or THB2.26 per share.
- As an SaaS company with low capex requirement, NETBAY has been able to generate outstanding ROE without any interest-bearing debt.
- Core net profit growth was strong (FY16-19 CAGR of 26.6%) until Covid-19 outbreak hit, resulting in a 12.6% profit decline in FY20 and a small profit rise of 1.9% in FY21. We expect earnings to start recovering in FY23E on the back of post-Covid-19 recovery and a stable effective tax rate.

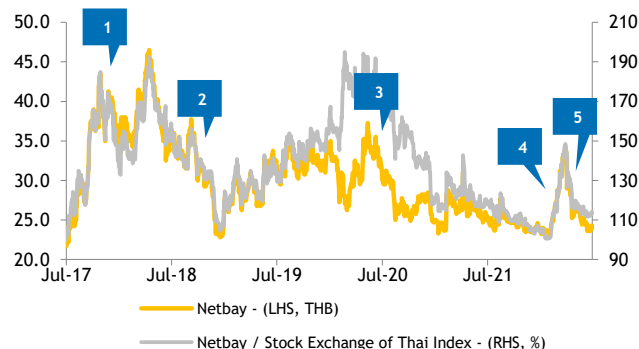
ROE



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, Maybank IBG Research

- Overhype about digital adoption boosted the share price up from the IPO price of THB4/sh (first day of trading on 16 Jun 2016) to over THB35/sh during 2017-18.
- The hype began to fade and some of the government projects did not materialise. The share price tanked despite strong core profit growth of 28.5% in FY18.
- Share price tanked after it became clear that Covid-19, which was officially declared a global pandemic in Mar 2020, would hit NETBAY's FY20 revenue hard.
- Investors were briefly excited about post-Covid-19 recovery and NETBAY's new product, iBox.
- Share price tanked as China kicked off another round of Covid-19 restrictions, leading to declines in import-export volume between China and Thailand.

Swing Factors

Upside

- We have not included any sizable iBox projects, except Thailand Post project (THB100m project value), in our model.
- Faster-than-expected increases in Thailand's import-export volume.

Downside

- Negative factors that could dampen Thailand's import-export volume growth such as global recession or another round of China's Covid-19 lockdown.
- Shortage of skilled labour, which may lead to i) service disruption, ii) slowdown in R&D or iii) higher SG&A-to-revenue ratio.
- New competitors in the market.

Risk Rating & Score ¹	N/A
Score Momentum ²	N/A
Last Updated	N/A
Controversy Score ³ (Updated: 9 Jun 2022)	N/A

Business Model & Industry Issues

- NETBAY has established a set of corporate governance and sustainability policies; there is not much reporting on actual ESG-related performance and numbers.
- We note that some activities fall under the category of corporate social responsibility (CSR) during the Covid-19 outbreak, such as supply-demand matching system for medical devices and donation of smart robots to hospitals.
- The company is in the process of setting up energy and environment conservation policies and targets i.e. reduction in greenhouse gas (GHG) emissions. NETBAY plans to disclose more information on the environmental aspects within two years, according to the 2021 annual report that was published on 25 Apr 2022.

Material E issues

- As the service provider for e-transactions, NETBAY has been promoting the reduction of paper usage across various industries.
- The company is currently drafting environmental conservation policies, such as targets for reduction of GHG emissions over the next 3-5 years.
- A business activity that has generated the most GHG emissions for the company is air conditioning in office buildings. To help minimise emissions and electricity usage, NETBAY has continuously implemented maintenance measures.
- To create credible information for all stakeholders, the company is in the process of conducting a review by a certified auditor who is registered by Thailand Greenhouse Gas Management Organisation (TGO) or organisations with equivalent credibility. NETBAY plans to disclose more information on its environmental aspects two years from now (2021 annual report, dated 25 Apr 2022).

Material S issues

- In 2020, there was a shortage of medical equipment when Covid-19 first hit Thailand in Mar-Apr. NETBAY collaborated with government agencies to develop and launch a system called "Medical Devices Demand-Supply Matching for Covid-19," to collect data and coordinate between hospitals (demand) and donors (supply) in a timely manner. This system can be used in future crises (i.e. disease outbreaks and natural disasters) to help facilitate suitable donations.
- NETBAY has donated 10 smart robots, called HAPYbot, to 10 hospitals to support healthcare workers and reduce their exposure to Covid-19 patients. The AI-equipped robots can navigate hospital floors and deliver medicine to patients and act as a medium for video calls between medical staff and patients.

Key G metrics and issues

- As of 31 Dec 2021, NETBAY had six board members, two of who were women. Of the two women, one was an independent director, and the other was the managing director, Mrs. Kobkanjana Veerapongpradit. The remuneration that board directors and subcommittees received in 2021 was THB2.1m, or 1.3% of FY21 net profit.
- Five people were on the management team, comprising the CEO, Managing Director, CFO, CMO and Account and Finance Manager. The CEO is a man while the remaining four members are women. The executive remuneration was THB37.1m, or 22.4% of net profit.
- NETBAY has stated clearly the duties of the board of directors and the executive team. It has also published a set of governance principles, but there is very little reporting on the actual results, so there is no performance numbers to show YoY trends.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

1. Strong YoY profit growth in 1Q23E

1.1 Thailand Post project to boost YoY growth

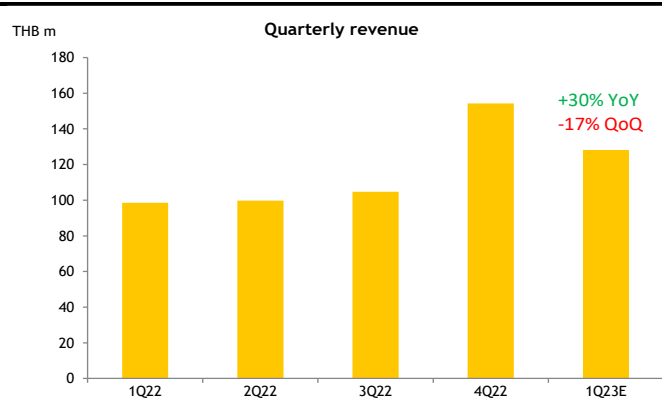
We forecast 1Q23E core net profit (due on 12 May) of THB47m (+33% YoY, -22% QoQ) on the back of THB129m revenue (+30% YoY, -17% QoQ). The YoY revenue growth should be supported by i) THB27m revenue from Thailand Post project, and ii) 3% growth in organic businesses. On the other hand, the QoQ drop is due to lower revenue recognition from the Thailand Post project and seasonally high import-export volume in 4Q. 1Q23E core profit accounts for 25% of new our full-year forecast.

Fig 1: We forecast 1Q23E core net profit of THB47m (+33% YoY, -22% QoQ) on THB129m revenue (+30% YoY, -17% QoQ)

THB m	1Q22	4Q22	1Q23E	YoY	QoQ	2023E	YoY	1Q23E as % of FY23E
Service revenue	98.5	154.2	128.5	30.4%	-16.7%	507.1	10.9%	25.3%
Cost of services	-21.4	-32.9	-27.6	29.3%	-16.2%	-105.9	9.2%	26.1%
Gross profit	77.2	121.3	100.8	30.7%	-16.8%	401.2	11.4%	25.1%
Other income	0.9	1.4	1.0	8.3%	-29.7%	5.5	23.4%	18.2%
Profit before operating expenses	78.1	122.7	101.8	30.4%	-17.0%	406.7	11.5%	25.0%
Servicing expenses	-14.4	-19.3	-18.4	27.4%	-4.8%	-65.4	8.8%	28.1%
Admin expenses	-19.0	-28.0	-24.8	30.3%	-11.3%	-104.0	16.2%	23.9%
EBIT	44.6	75.4	58.7	31.5%	-22.2%	237.3	10.3%	24.7%
Finance cost	-0.04	-0.09	-0.09	115.9%	0.0%	-0.4	0.0%	26.5%
EBT	44.75	75.33	58.59	30.9%	-22.2%	237.0	10.5%	24.7%
Income tax revenue (expenses)	-9.3	-15.2	-11.7	25.7%	-22.8%	-49.6	10.8%	23.6%
Net profit	35.4	60.1	46.9	32.3%	-22.1%	187.4	10.4%	25.0%
Extra item	0.2	0.0	0.0	-100.0%	-100.0%	0.0	-100.0%	NA
Core net profit	35.3	60.2	46.9	32.9%	-22.1%	187.4	10.2%	25.0%
Gross profit margin	78.3%	78.6%	78.5%			79.1%		
SG&A to revenue - normalised (%)	34.0%	30.6%	33.6%			33.4%		
Servicing expenses	14.6%	12.5%	14.3%			12.9%		
Admin expenses - normalised	19.3%	18.1%	19.3%			20.5%		
Effective tax rate	20.9%	20.1%	20.0%			20.9%		
Net margin	36.0%	39.0%	36.5%			37.0%		

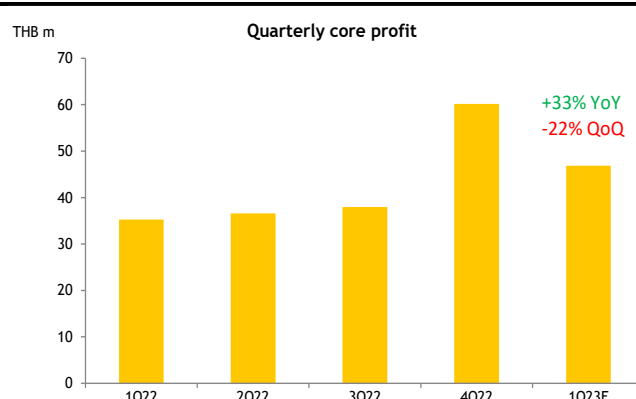
Source: Company, MST

Fig 2: Quarterly revenue trend



Source: Company, MST

Fig 3: Quarterly core profit trend

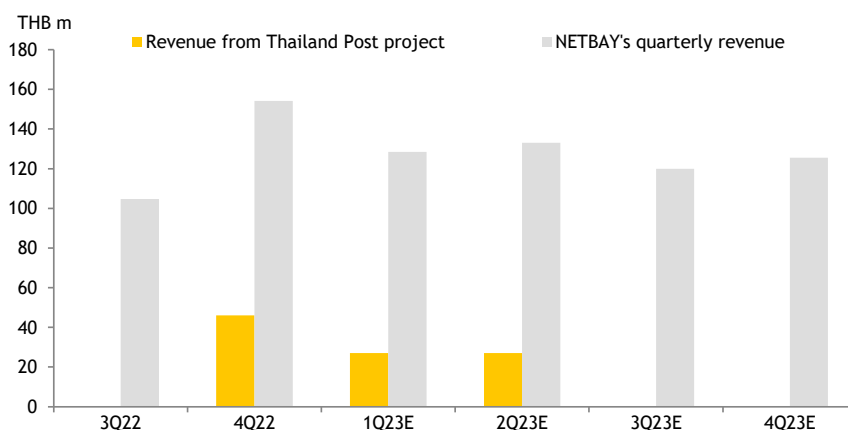


Source: Company, MST

1.2 Thailand Post project to be completed in mid-2023

We expect NETBAY to complete Total Document Handling project for Thailand Post in mid-2023, recognising THB54m revenue in 1H23E (vs THB46m in 4Q22). Since most of revenue from Thailand Post project will likely be recognised in 1H23E, we expect 1H23E core profit to account for 52% of full-year forecast. During pre-Covid years (FY16-19), 1H core profit accounted for 48% of full-year profit on average.

Fig 4: Revenue recognition of Thailand Post project



Source: Company, MST

1.3 NETBAY aims to sign new iBox projects to sustain quarterly revenue trend

As the Thailand Post project (contributing THB27 revenue per quarter in 1Q-2Q23E) should be completed in mid-2023, we expect to see QoQ revenue drop in 3Q23E. However, the company aims to sign new iBox projects to sustain revenue growth into 3Q-4Q23E; this implies potential upside to our FY23E revenue forecast.

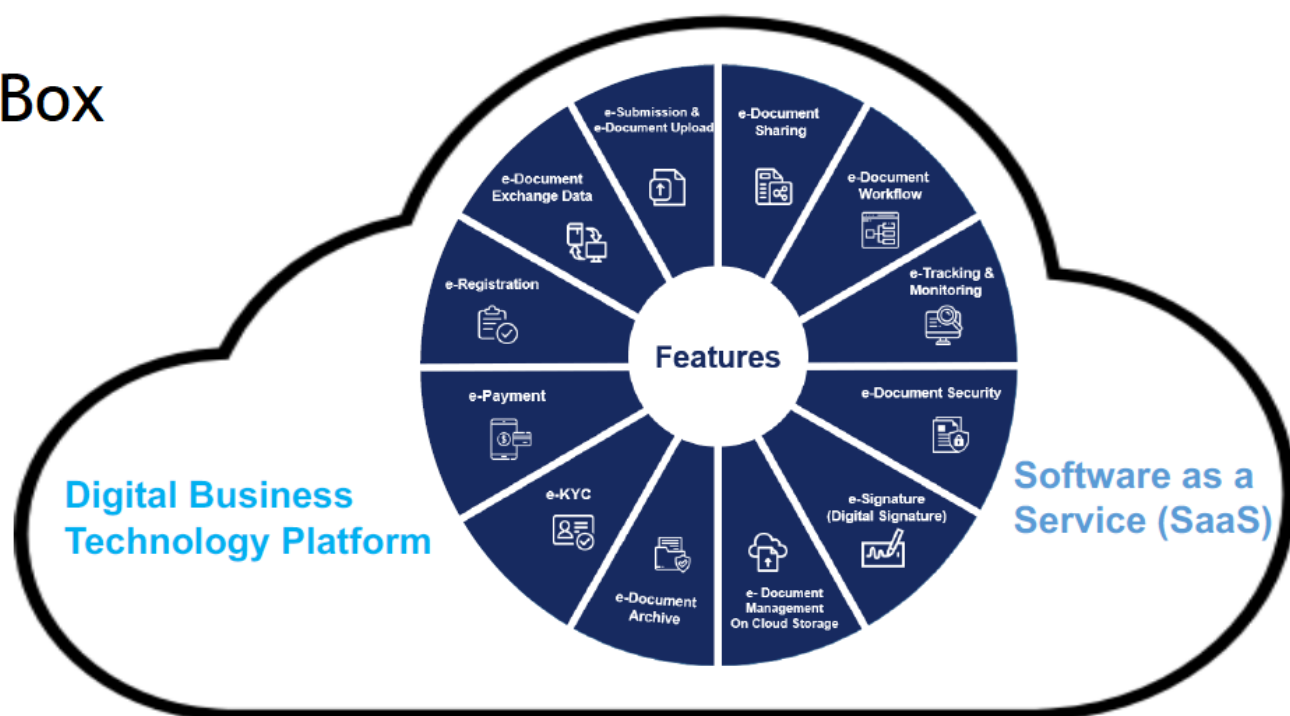
1.4 iBox, e-document platform for B2B and B2G transactions

iBox is an online document exchange platform for B2B and B2G data transfers. Key features of iBox include user identification (e-Registration and e-Signature), data storage (e-Document Management on Cloud Storage), document sharing with specified users (e-Document Upload, e-Document Archive, e-Document Sharing and e-Document Security), and business process management (e-Document Workflow). Some of iBox's features are being used as the backbone of the TDH platform for Thailand Post.

iBox also offers e-tax invoice and e-tax receipt services, which allow corporate clients to submit tax invoices in digital format to The Revenue Department in Thailand.

Fig 5: Some features from iBox, NETBAY's e-document workflow platform, are used in Thailand Post project

iBox



Source: Company, MST

2. Trim profit forecasts to factor in weak import-export volume

Cut FY23-25E core profit by 3%

We cut FY23-25E core profit forecasts by 3% due to weak import-export volume in Thailand; 57% of FY23E revenue is correlated to import-export volume. During Jan-Feb 2023, export volume index dropped by 6% YoY while import volume index decreased by 2% YoY. We now forecast FY23E core profit of THB187m (+10% YoY) on the back of THB507m revenue (+11% YoY).

Fig 6: Changes in earnings forecasts

	2022A	Current				Previous			% Changes		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
Unit (THB m)											
Service income	457	507	518	582	522	532	599	-2.8%	-2.8%	-2.9%	
Cost of services	-97	-106	-99	-111	-109	-102	-113	-2.5%	-2.4%	-2.5%	
Gross profit	360	401	418	471	413	430	485	-2.9%	-2.9%	-2.9%	
Gross margin %	78.8%	79.1%	80.8%	81.0%	79.2%	80.8%	81.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	
Other income	4	6	6	6	6	6	6	0.0%	0.0%	0.0%	
Profit before operating expenses	365	407	424	476	419	436	491	-2.8%	-2.8%	-2.9%	
Servicing expenses	-60	-65	-67	-76	-67	-69	-78	-2.8%	-2.8%	-2.9%	
Admin expenses	-89	-104	-106	-113	-107	-109	-117	-2.8%	-2.8%	-2.9%	
EBT	215	237	250	287	244	258	296	-2.9%	-2.9%	-2.9%	
Income tax revenue (expenses)	-45	-50	-50	-57	-51	-52	-59	-2.9%	-2.9%	-2.9%	
Profit for the year	170	187	200	230	193	206	237	-2.9%	-2.9%	-2.9%	
Core net profit for the year	170	187	200	230	193	206	237	-2.9%	-2.9%	-2.9%	
EPS	0.85	0.94	1.00	1.15	0.96	1.03	1.18	-2.9%	-2.9%	-2.9%	

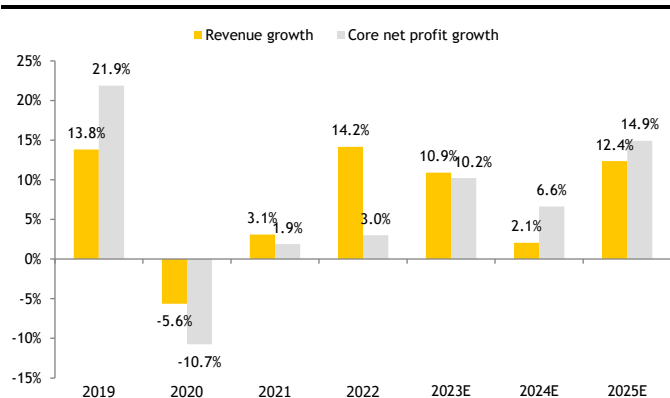
Source: Company, MST

3. Valuation and recommendation

3.1 Reiterate BUY with a lower TP of THB26.20

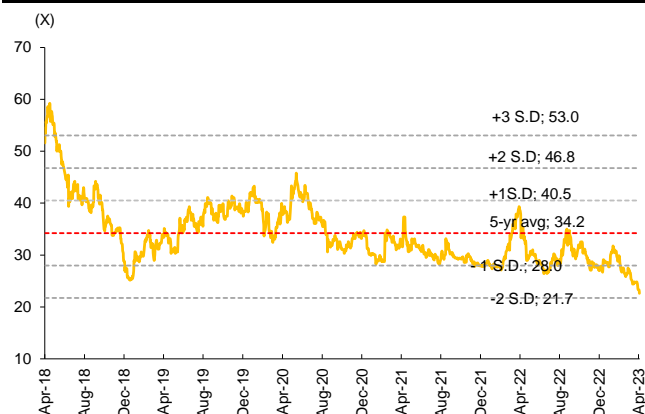
We cut our target price from THB30.0 to THB26.2 due to i) 3% decrease in FY23E core EPS forecast and ii) a drop in pegged FY23E P/E ratio from 31.1x to 28.0x (1 s.d. below the 5-year mean of 1-year-forward P/E). Nevertheless, we maintain our BUY call on NETBAY thanks to 26% potential upside (22% upside to the TP and 4% FY23E yield). We believe the prospects of weak import-export volume are already priced in as NETBAY is now trading at 1-year-forward P/E of 23x, approximately 2 s.d. below the 5-year mean of 34x and the lowest P/E in six years.

Fig 7: Revenue and core profit growth



Source: Company, MST

Fig 8: NETBAY is trading at 1-year-forward P/E of 23x, approximately 2 s.d. below the 5-year-mean of 34x

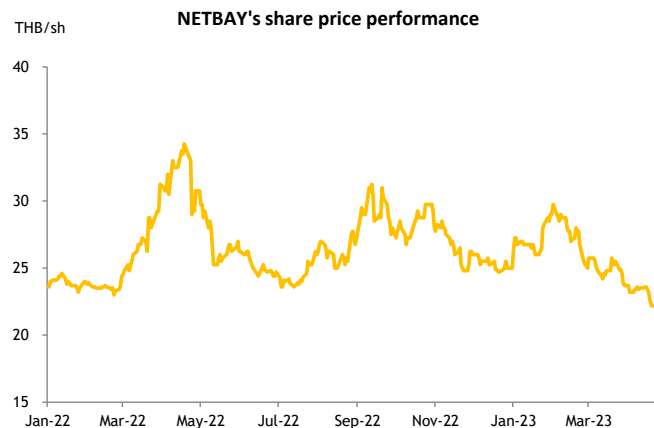


Source: Bloomberg, MST

3.2 Improving import-export trend could act as a re-rating catalyst

Potential re-rating catalysts are i) recovery of import-export volume (which could occur in 2H23E thanks to China’s reopening) and ii) large amounts of new iBox projects. Figure 9 and 10 show that NETBAY’s share price has moved in tandem with import-export volume index in 2022-23; 57% of NETBAY’s revenue in FY23E depend on import-export volume.

Fig 9: NETBAY’s share price in 2022-23



Source: Bloomberg, MST

Fig 10: Import-export volume index (1-month lag) in 2022-23



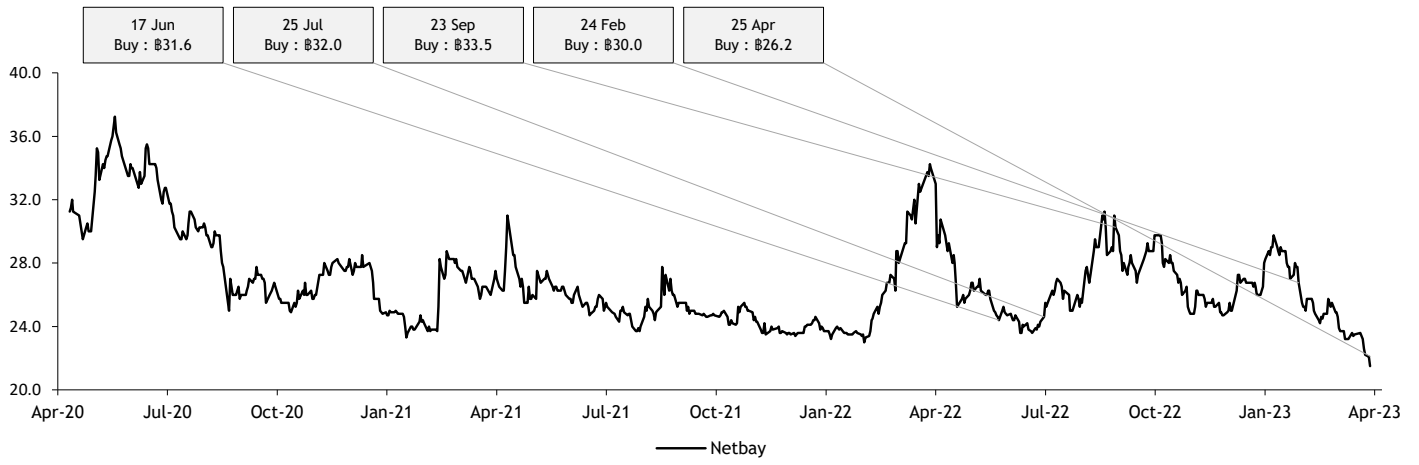
Note: we apply 1-month lag because the Bank of Thailand reports the data around one month after the fact
Source: Bank of Thailand, MST

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	30.8	31.2	22.9	21.5	18.7
Core P/E (x)	28.6	29.4	22.9	21.5	18.7
P/BV (x)	9.8	10.1	8.3	8.0	7.4
P/NTA (x)	9.9	10.2	8.4	8.0	7.5
Net dividend yield (%)	3.4	3.3	4.1	4.4	5.1
FCF yield (%)	4.3	3.3	3.9	4.6	5.6
EV/EBITDA (x)	22.8	21.4	16.5	15.6	13.4
EV/EBIT (x)	24.6	22.4	17.4	16.4	14.1
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	400.5	457.2	507.1	517.6	581.6
EBITDA	204.3	225.0	249.9	263.2	300.9
Depreciation	(14.7)	(9.9)	(12.6)	(13.0)	(13.4)
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	189.5	215.1	237.3	250.2	287.5
Net interest income / (exp)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Associates & JV	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.6	(0.2)	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	189.9	214.5	237.0	249.9	287.1
Income tax	(24.4)	(44.8)	(49.6)	(50.0)	(57.5)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	165.6	169.7	187.4	199.8	229.6
Core net profit	165.0	170.0	187.4	199.8	229.6
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	66.5	181.4	179.7	203.8	259.4
Accounts receivable	61.8	75.7	83.9	85.7	96.3
Inventory	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	16.8	9.3	32.2	25.5	18.5
Intangible assets	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
Investment in Associates & JVs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	491.2	391.7	403.8	403.8	406.4
Total assets	639.6	661.3	702.4	721.3	782.7
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	8.6	6.4	7.0	6.5	7.3
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other liabilities	149.0	162.0	178.0	176.0	197.0
Total Liabilities	157.6	168.2	185.2	182.3	203.9
Shareholders Equity	482.0	493.1	517.2	539.0	578.8
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total shareholder equity	482.0	493.1	517.2	539.0	578.8
Total liabilities and equity	639.6	661.3	702.4	721.3	782.7
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	189.9	214.5	237.0	249.9	287.1
Depreciation & amortisation	14.7	9.9	12.6	13.0	13.4
Adj net interest (income)/exp	(2.8)	(4.5)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
Change in working capital	8.7	(18.6)	2.1	(5.9)	2.6
Cash taxes paid	(10.6)	(44.8)	(49.6)	(50.0)	(57.5)
Other operating cash flow	4.6	8.9	4.6	1.2	5.8
Cash flow from operations	204.5	165.4	201.2	202.6	245.9
Capex	(0.2)	(2.0)	(35.2)	(6.0)	(6.0)
Free cash flow	204.3	163.4	166.0	196.6	239.9
Dividends paid	(156.4)	(158.9)	(163.2)	(178.0)	(189.8)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(3.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
Other invest/financing cash flow	(30.4)	110.5	(4.5)	5.5	5.5
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	14.1	115.0	(1.8)	24.1	55.6

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	3.1	14.2	10.9	2.1	12.4
EBITDA growth	16.7	10.1	11.1	5.3	14.3
EBIT growth	18.9	13.5	10.3	5.4	14.9
Pretax growth	20.4	12.9	10.5	5.4	14.9
Reported net profit growth	5.8	2.5	10.4	6.6	14.9
Core net profit growth	1.9	3.0	10.2	6.6	14.9
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	51.0	49.2	49.3	50.9	51.7
EBIT margin	47.3	47.0	46.8	48.3	49.4
Pretax profit margin	47.4	46.9	46.7	48.3	49.4
Payout ratio	96.0	96.2	95.0	95.0	95.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	41.3	37.1	37.0	38.6	39.5
Revenue/Assets (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Assets/Equity (x)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4
ROAE (%)	35.0	34.8	37.1	37.8	41.1
ROAA (%)	26.4	26.1	27.5	28.1	30.5
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	nm	26.7	34.8	35.4	34.6
Days receivable outstanding	57.3	54.1	56.7	59.0	56.3
Days inventory outstanding	nm	0.4	0.8	0.9	0.8
Days payables outstanding	32.4	27.9	22.7	24.5	22.5
Dividend cover (x)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Current ratio (x)	3.8	3.9	3.7	4.0	4.0
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	4.1	3.9	3.8	4.0	3.8
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	nm	nm	nm	nm	nm
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	0.1	0.4	6.9	1.2	1.0
Net debt/ (net cash)	(66.5)	(181.4)	(179.7)	(203.8)	(259.4)

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: NETBAY (NETBAY TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 26 เมษายน 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 26 เมษายน 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPL	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC

AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI	

ได้รับการรับรอง CAC

2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIJK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	

N/A

3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	POLY	SEAFCO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BUI	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC