

# Bluebik Group (BBIK TB)

## Thai Tech Day: BBIK ยืนยันเป้าหมาย

### รายได้โต 50% ในปี 2567

#### ชี้ รับแนวโน้มกำไรโตแกร่ง พร้อมหุ้นราคาถูก

เรายังคงคำแนะนำ ชี้ BBIK เนื่องจากคาดว่ากำไรหลักปี 67 จะเติบโต 38% และแนวโน้มระยะยาวที่แข็งแกร่ง ราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ของเราไม่เปลี่ยนแปลงที่ 123 บาท (WACC 9.4%, Terminal Growth 3.4%) ทั้งนี้ ในงาน Thai Tech Day (16 ม.ค.) ซึ่งจัดโดย บล. เมย์แบงก์ ผู้บริหาร BBIK ยืนยันเป้าหมายการเติบโตของรายได้ 50% ในปี 67 และคาดว่า Backlog จะเริ่มฟื้นตัวในไตรมาส 1/67 หุ้น BBIK ซื้อขายที่ PEG ที่ 0.8 เท่า (บน P/E ปี 66 ที่ 32 เท่า ขณะที่กำไรหลักปี 66-68 เติบโตเท่ากับ 39% CAGR) ซึ่งเป็นอัตราส่วน PEG ที่ต่ำที่สุดในบรรดาบริษัทที่ให้บริการด้านเทคโนโลยีในประเทศไทย

#### ตั้งเป้ารายได้เติบโต 50% ในปี 2567

BBIK ตั้งเป้าจบปี 2566 ด้วยรายได้ที่เติบโตกว่า 100% พร้อมยืนยันเป้าหมายรายได้โต 50% ในปี 67 ปัจจัยหลักขับเคลื่อนรายได้ในปี 67 นี้ ได้แก่ 1) ใช้กลยุทธ์ upselling & cross selling 2) เพิ่ม utilisation ของพนักงาน และ 3) การขยายธุรกิจในด้านต่างประเทศ โดยนายพร อารยะการกุล ประธานเจ้าหน้าที่บริหารตั้งเป้าสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศจะเพิ่มขึ้นจากมากกว่า 10% ในปี 66 เป็น 20% ในปี 67 เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากเวียดนาม มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ขณะเดียวกัน หลังจากที่ Vulcan เพิ่งได้รับสิทธิพิเศษทางภาษีในเดือน ต.ค. 66 อัตราภาษีที่แท้จริงของ BBIK น่าจะขยับเข้าใกล้เป้าหมายที่ 5% ในปี 67

#### กลุ่มค้าปลีกและโทรคมนาคมอาจเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโต

CEO ตั้งเป้ารักษาการเติบโตของรายได้ไว้ที่ระดับ 50% ต่อปีในอีก 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งเรามองว่าฐานรายได้ของ BBIK ในแต่ละปีมาจากธุรกิจธนาคาร ผู้ให้บริการทางการเงินและบริษัทประกัน (BFSI) ดังนั้นเราจึงสอบถามผู้บริหารเกี่ยวกับรายได้จากอุตสาหกรรมใหม่ๆ และ ผบ. ได้เปิดเผยว่ารายได้จากอุตสาหกรรมค้าปลีกเติบโตอย่างรวดเร็วเนื่องจากการเติบโตของอีคอมเมิร์ซ อีกทั้งบริษัทฯ ยังเล็งเห็นศักยภาพการเติบโตจากอุตสาหกรรมโทรคมนาคม เนื่องจากมีการควบรวมกิจการ

#### ปัจจัยสำคัญหนุน EPS หลักเติบโต 38% ในปี 67

เราคาดการณ์การเติบโตของกำไรหลักต่อหุ้นปี 67 ที่ 38% หนุนโดย 4 ประเด็นหลัก ได้แก่ 1) สัดส่วนงานการเติบโตงานโครงการในไทย และการเพิ่มผลผลิตที่ Vulcan ที่ 15% 2) สัดส่วนจากการเติบโตโครงการในต่างประเทศที่ 6% 3) สัดส่วนจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเติบโตที่ 11% และ 4) กำไรเติบโต 6% จากภาษีที่ลดลงและสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงขึ้นใน Innoviz

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	304	564	1,312	1,663	2,097
EBITDA	78	132	323	438	563
Core net profit	66	135	284	392	550
Core EPS (THB)	0.66	1.35	2.60	3.60	5.05
Core EPS growth (%)	na	102.4	93.5	38.1	40.3
Net DPS (THB)	0.38	0.40	0.77	1.08	1.51
Core P/E (x)	122.2	99.2	32.2	23.3	16.6
P/BV (x)	14.9	21.1	4.7	4.1	3.4
Net dividend yield (%)	0.5	0.3	0.9	1.3	1.8
ROAE (%)	na	21.6	21.8	18.8	22.4
ROAA (%)	na	18.5	17.6	15.0	18.0
EV/EBITDA (x)	100.7	97.7	26.8	20.1	15.4
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	279	396	550
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.1	(1.0)	(0.0)

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

# BUY

Share Price THB 83.75  
12m Price Target THB 123.00 (+48%)  
Previous Price Target THB 123.00

#### Company Description

Bluebik is a functional consulting house, specialising in digital transformation projects for corporate clients.

#### Statistics

52w high/low (THB)	139.50/83.75
3m avg turnover (USDm)	0.6
Free float (%)	48.6
Issued shares (m)	109
Market capitalisation	THB9.1B USD258M

#### Major shareholders:

Bluebik Group Holding	25.7%
Pochara Arayakarnkul	13.8%
Pakorn Jiemsakul	8.2%

#### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(8)	(19)	(34)
Relative to index (%)	(9)	(17)	(21)

Source: FactSet

#### Terms defined

BFSI - banking, financial services, and insurance

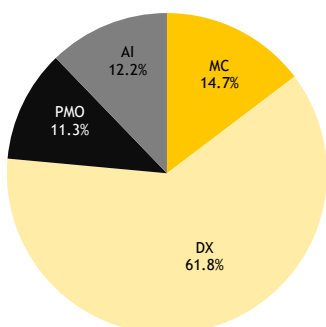
ESG@MAYBANK IBG

Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- BBIK is a functional consulting house, specialising in digital transformation projects for corporate clients.
- The company offers five key services: i) management consulting; ii) digital excellence and delivery; iii) project management; iv) big data and artificial intelligence; and v) IT staff augmentation.
- Given the low base of digital adoption in Thailand, we believe the digital transformation industry still has plenty of room to grow.
- The two co-founders of BBIK are the CEO and CTO.
- BBIK is the only Thai company that can deliver end-to-end digital transformation solutions that meet global standards.

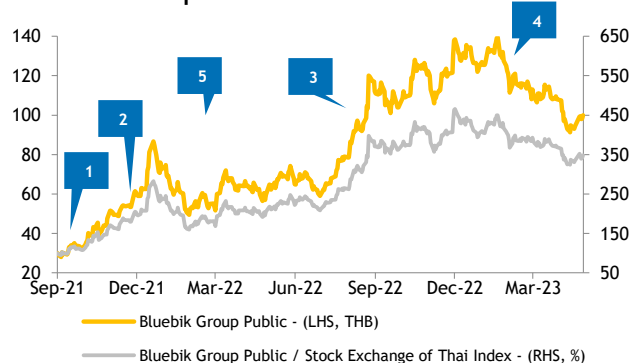
### BBIK's revenue breakdown (FY22)



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



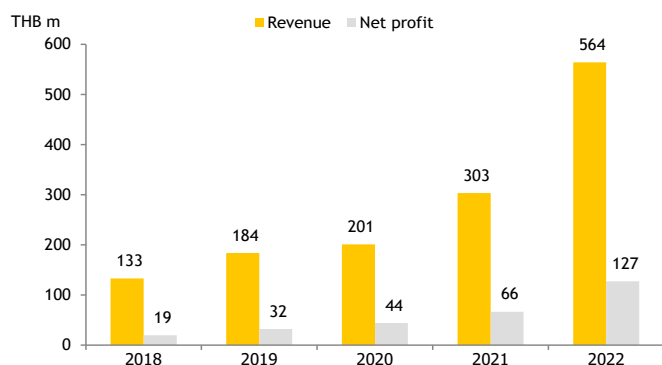
Source: Company, Maybank IBG Research

1. BBIK started trading on the Stock Exchange of Thailand on 16 Sep 2021.
2. 3Q21 net profit grew 153% YoY. Management was confident of outlook for 4Q21 and FY22.
3. Strong quarterly earnings performance, overseas expansion and consensus' earnings upgrades boosted its share price during 2H22.
4. On 13 Feb 2023, shareholders approved a capital raising (8.9m new shares at the selling price of THB121/sh), resulting in 8% share dilution. The THB1.1b proceeds have been used to finance the acquisitions of Vulcan Digital and Innoviz.

## Financial Metrics

- BBIK posted FY17-22 revenue CAGR of 73%. Management aims for similar rates of growth over the next few years.
- Its net profit margin moved in a tight range of 22-23% in FY20-22.
- ROE dropped from 50% in FY20 to 20%/22% in FY21/22 due to capital raising in FY21 (THB17m from rights offering and THB450m from an IPO).
- With only THB3m of interest-bearing debt in 4Q22, BBIK was in a net cash position of THB424m.

### Revenue and net profit



Source: Company

## Swing Factors

### Upside

- Stronger-than-expected revenue growth outside Thailand.
- More joint ventures and M&A deals.

### Downside

- Recession and lower budget for digital transformation projects.
- Shortage of skilled labour (consultants, software engineers and tech staff).
- Intense competition from global and local firms.

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	22.4
Score Momentum <sup>2</sup>	NA
Last Updated	13 Apr 2023
Controversy Score <sup>3</sup> (Updated: 1 Apr 2023)	0

## Business Model & Industry Issues

- BBIK has integrated some sustainability aspects, under the framework of United Nation's Sustainable Development Goals (SDGs) into its business strategy.
- We believe BBIK is an enabler of environmentally friendly way of conducting business because it delivers digital transformation projects to clients, resulting in higher adoption of digital platforms and potentially lower paper uses.
- The company was still in the early stage of studying and setting concrete sustainability goals in 2022. We will likely see more concrete goals in the next One Report in 2023.

### Material E issues

- BBIK aims to conduct business in an environmentally friendly way and reduce greenhouse gas emission. As a consulting firm, the company is an asset-light company with a low base of carbon emission.
- On the financing side, the likelihood of issuing green bond is low due to: i) the lack of concrete environmental target; and ii) sufficient amount of cash from the IPO (Sep 2021) and capital raising (Feb 2023).
- BBIK has reduced paper usage by 3% after switching information sharing with third-party organisations from paper to electronic files/cloud. Approximately 88,000 sheets of papers were used in the head office in 2022.
- BBIK encourages employees to reduce electricity consumption by walking up and down two floors, turning off electricity during lunch breaks, and replacing long-distance business trips with teleconferences.

### Material S issues

- BBIK is aiming for best practices for workers and supporting employees' upskilling. At the end of 2022, the company had 334 employees divided into 146 females (44% of total) and 188 males (56% of total). It has a policy of fair compensation and equal opportunity for all employees.
- During the past three years, the company had one labour dispute with a former employee. The Court of First Instance (under The Central Labour Court) ruled that BBIK had to pay wages for annual holidays and compensation, which amounted to THB240k, to the plaintiff. BBIK already paid the compensation to the former employee.
- It educates communities about skills development and expertise related to the company's operation.
- On the customer front, BBIK focuses on product innovation to create maximum benefit for customers.

### Key G metrics and issues

- At the end of 2022, BBIK had nine board members, four of which were executives. Four board members were independents. Only one director on the board was female.
- Three board members, including Pochara (CEO), Pakorn (CTO) and Phiphat (director of AI unit), are also major shareholders.
- The top five executives (CEO, CTO, CFO, CMO and Accounting Manager), received THB66m compensation in FY22 (+30% YoY). Compensation to executives was 49% of FY22 net profit, down from 76% in FY21.
- BBIK has used Proud in Pro as an auditor (Certified Public Accountant) since 2018.
- As of 31 Dec 2022, BBIK was not engaged in any material litigations greater than 5% of shareholders' equity or any other legal disputes that might have significant impact on the company's operation.

<sup>1</sup>**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. <sup>2</sup>**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. <sup>3</sup>**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).

Quantitative Parameters (Score: 53)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	HUMAN TB (2022)
E	Scope 1 GHG emissions	m tCO <sub>2</sub> e	N/A	N/A	N/A	NA
	Scope 2 GHG emissions	m tCO <sub>2</sub> e	N/A	N/A	N/A	NA
	<b>Total</b>	<b>m tCO<sub>2</sub>e</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>NA</b>
	Scope 3 GHG emissions	m tCO <sub>2</sub> e	N/A	N/A	N/A	NA
	<b>Total</b>	<b>m tCO<sub>2</sub>e</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>NA</b>
	Scope 1 & 2 emission intensity	tCO <sub>2</sub> e/THBm	N/A	N/A	N/A	NA
	Green energy share of usage	%	N/A	N/A	N/A	22%
	Water recycling as % of usage	%	N/A	N/A	N/A	NA
	Use of paper at HQ	sheets	N/A	N/A	87,500	NA
	Green building certified	sqm	N/A	N/A	N/A	6,392
S	% of women in workforce	%	35%	48%	44%	51%
	% of women in management roles	%	38%	57%	57%	58%
	% employee turnover	%	31.18%	49.56%	33.3%	NA
	Average training hours	hours/person/year	53.0	72.0	180.5	13.8
	Privacy & data security breach instances	number	N/A	N/A	N/A	N/A
G	Directors' and management's compensations as % of net profit	%	113.1%	111.6%	89.5%	23.8%
	CG score by National CG Committee	stars	N/A	N/A	5	4
	Top 10 employees salary as % of profit	%	46.2%	40.1%	29.8%	N/A
	Independent director tenure	%	44%	44%	44%	57%
	Women directors on board	%	11%	11%	11%	14%

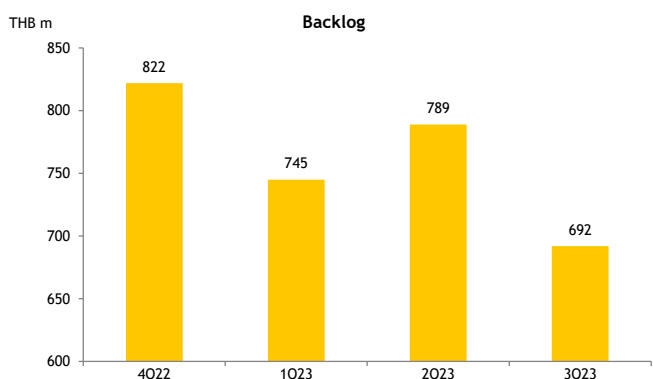
Qualitative Parameters (Score: 17)	
a) Is there an ESG policy in place? Is there a standalone ESG Committee or is it part of the Risk committee?	<i>BBIK developed a framework of ESG practices in the CSR policy and it is planning to either i) appoint an ESG Committee or ii) increase responsibility of Risk Policy Committee.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>No.</i>
c) Does the company follow TCFD framework for ESG reporting?	<i>No.</i>
d) Has the company been involved in the controversies which have impacted their management/stock price performance	<i>No.</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>1. BBIK has applied the waste management framework according to the 3Rs, including Reduce, Reuse and Recycle. 2. BBIK has organized campaigns to reduce electricity usage in the head office building. 3. BBIK uses cloud storage and file sharing instead of paper.</i>
g) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>No.</i>

Target (Score: 75)		
Particulars	Target	Achieved in 2022
Top performer turnover	1-10%	9%
Staff development achievement	75-90%	77%
Customer satisfaction score	8-9 of (10)	8.5
GHG emissions reduction/net zero	N/A	N/A
<b>Impact</b>		
NA		
<b>Overall Score: 49</b>		
As per our ESG matrix, BBIK (BBIK TB) has overall score of 49.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	53	26
Qualitative	25%	17	4
Target	25%	75	19
<b>Total</b>			<b>49</b>

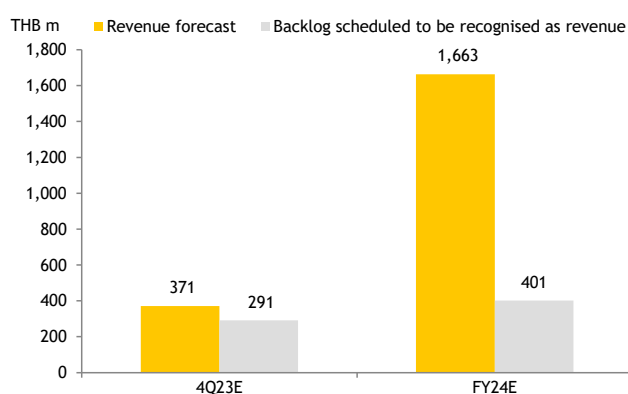
As per our ESG assessment, BBIK's lack of data collection and long-term goals in the environmental aspects have offset the high scores in its social and governance aspects. BBIK's overall ESG score is 49, slightly below Maybank universe's average ESG rating of 50.

**Fig 1: 3Q23 backlog dropped 12% QoQ due to slowdown in project biddings amid political uncertainty**



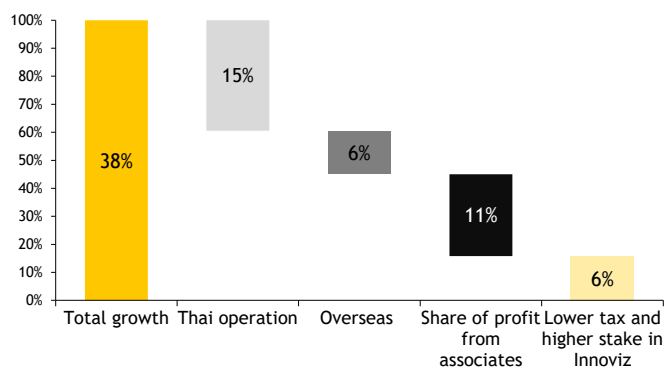
Source: Company, MST

**Fig 2: Revenue visibility as of end-3Q23 (% of revenue already secured by backlog)**



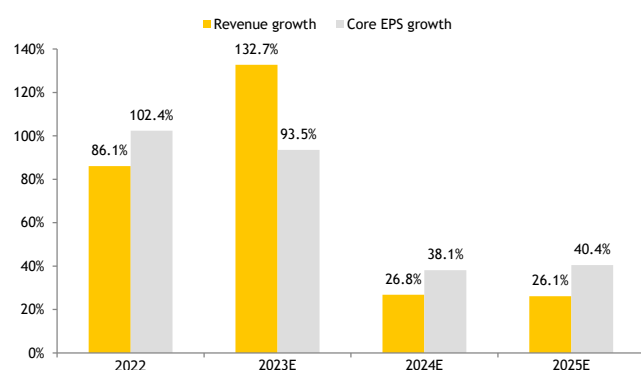
Source: Company, MST

**Fig 3: Breakdown of FY24E core EPS growth of 38%**



Source: Company, MST

**Fig 4: Revenue growth and core EPS growth**



Source: Company, MST

## Valuation and recommendation

### Lowest PEG among the tech peers

We calculate PEG ratios based on FY23E P/E and FY23-25E EPS CAGR. BBIK has a PEG ratio of 0.8x, lowest among technology service providers in Thailand. Four tech plays in Thailand have an average PEG ratio of 2.5x (see Figure 10).

BBIK's PEG ratio is also much lower than Accenture's 3.6x.

**Fig 5: BBIK is trading at PEG ratio of 0.8x, lowest among the technology-service companies in Thailand**

Company	BB ticker	Market cap		Target price (local curr)	Market price (local curr)	P/E ratio (x)		FY23-25E EPS CAGR (%)	PEG (x) (FY23E P/E divided by FY23-25E EPS CAGR)	ROE (%)		Div yield (%)	
		(USD m)	MST rating			FY23E	FY24E			FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
Bluebik Group	BBIK TB	258	BUY	123.0	83.75	32.2	23.3	39.3	0.8	21.8	18.8	0.9	1.3
I&I group	IIG TB	34	NA	20.87	11.20	NA	17.8	NA	NA	-8.5	10.7	1.9	0.4
Beryl 8 Plus	BE8 TB	219	NA	49.73	29.25	24.9	18.1	17.4	1.4	11.3	14.5	0.0	0.0
Humanica	HUMAN TB	260	BUY	14.30	10.60	30.6	25.5	16.2	1.9	8.6	10.1	2.7	3.1
Netbay	NETBAY TB	129	HOLD	21.50	22.80	26.0	26.5	4.4	6.0	26.2	25.3	3.7	3.6
<b>Thailand - average</b>						<b>28.4</b>	<b>22.2</b>	<b>19.3</b>	<b>2.5</b>	<b>11.9</b>	<b>15.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>
Accenture	ACN US	237,747	NA	364.2	356.33	29.1	26.6	8.0	3.6	28.2	28.1	1.4	1.5

123.0 = MST's target prices  
20.87 = Bloomberg consensus

Source: Company, MST

**Fig 6: We have a DCF-based TP of THB123 for BBIK (9.4% WACC, 3.4% terminal growth)**

Unit: THB m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cashflow from operation	254	366	475	597	725	843	958	1,055
Payment for lease liabilities	- 26	- 24	- 22	- 19	- 17	- 15	- 19	- 18
<b>Net cashflow from operation</b>	<b>228</b>	<b>342</b>	<b>454</b>	<b>578</b>	<b>708</b>	<b>827</b>	<b>938</b>	<b>1,037</b>
<b>Capex</b>								
fixed assets	- 80	- 5	- 5	- 50	- 10	- 10	- 50	- 10
software	- 35	- 20	- 10	- 10	- 10	- 30	- 10	- 10
M&A and JVs	- 930	- 384	- 230	-	-	-	-	-
<b>Total capex</b>	<b>- 1,045</b>	<b>- 409</b>	<b>- 245</b>	<b>- 60</b>	<b>- 20</b>	<b>- 40</b>	<b>- 60</b>	<b>- 20</b>
<b>Free cashflow to firm (FCFF)</b>	<b>- 817</b>	<b>- 67</b>	<b>209</b>	<b>518</b>	<b>688</b>	<b>787</b>	<b>878</b>	<b>1,017</b>
Terminal value								17,052
<b>Discount period</b>		<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
Present value of FCFF			191	433	526	550	561	594
<b>Present value of FCFF</b>								<b>9,966</b>
Sum of present value of FCFF	12,822							
Net debt (cash) at end-FY23E	- 625							
Equity value	13,447							
Number of share at end-FY23E (million shares)	109							
<b>TP (THB/sh)</b>	<b>123.0</b>							
Upside/(downside) from the market price	46.9%							
WACC	9.4%							
Terminal growth rate	3.4%							
<b>WACC assumptions</b>								
Rf	3%							
Rm	10.4%							
Beta	0.86							
Cost of equity	9.4%							
Equity weight	100%							
Debt weight	0%							

Source: Company, MST

## Clients splitting projects into phases is a key risk

While project wins already returned in Oct, some clients are still cautious of economic uncertainty in Thailand. As a result, it has become more common to see a client asking to split one project into smaller phases, allowing the client to have flexibility in project continuation and payment timeline.

The risk for BBIK is more volatile revenue recognition as there could be gaps of no revenue between project phases. The worst-case scenario is that a client is not satisfied with the first phase and decide to hire another vendor for the following phases. Nevertheless, we believe the risk of complete change in the vendor after a project phase is low as BBIK has a strong track record of retaining clients. In 2020-23, 70-80% of the company's customers have been repeat customers.

Management believes the project splitting could stop once the economic growth becomes stronger (more willingness to contractually commit to long-term projects). Also, clients would likely want to ensure project continuity, and splitting a project into phases leaves room for project vendors to delay or cancel the project.

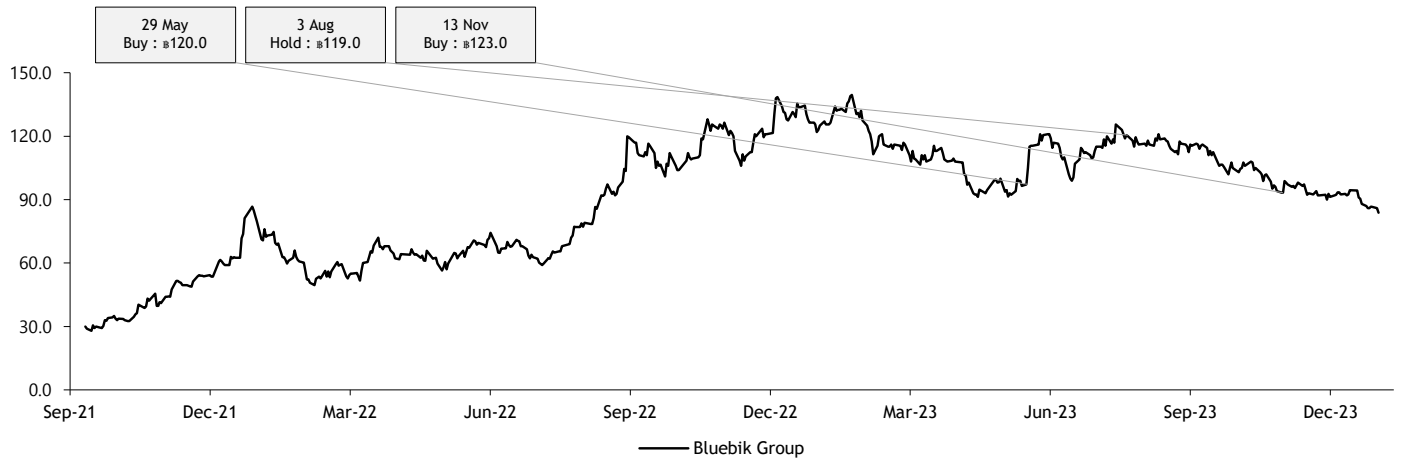
FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	69.0	65.8	32.6	23.3	16.6
Core P/E (x)	122.2	99.2	32.2	23.3	16.6
P/BV (x)	14.9	21.1	4.7	4.1	3.4
P/NTA (x)	15.0	21.2	4.7	4.1	3.4
Net dividend yield (%)	0.5	0.3	0.9	1.3	1.8
FCF yield (%)	0.9	0.3	1.5	3.7	5.0
EV/EBITDA (x)	100.7	97.7	26.8	20.1	15.4
EV/EBIT (x)	nm	nm	29.7	23.7	17.8
<b>INCOME STATEMENT (THB m)</b>					
Revenue	303.7	563.8	1,312.0	1,663.1	2,096.9
EBITDA	78.3	132.5	322.8	437.7	562.7
Depreciation	(2.3)	(3.8)	(13.0)	(22.7)	(23.8)
Amortisation	(1.6)	(2.1)	(18.0)	(43.6)	(50.8)
EBIT	74.4	126.6	291.8	371.4	488.1
Net interest income / (exp)	(0.0)	1.6	(2.6)	(9.4)	(7.9)
Associates & JV	3.3	19.3	45.0	76.5	98.7
Exceptionals	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	2.1	1.4	1.4	0.0	0.0
Pretax profit	80.2	149.1	335.7	438.5	578.8
Income tax	(13.7)	(18.5)	(34.9)	(36.2)	(24.0)
Minorities	(0.0)	(3.5)	(21.1)	(10.5)	(5.3)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	66.5	127.1	279.7	391.7	549.6
Core net profit	66.5	134.6	283.6	391.7	549.6
<b>BALANCE SHEET (THB m)</b>					
Cash & Short Term Investments	253.8	426.5	625.2	471.4	561.2
Accounts receivable	55.8	103.0	207.3	262.8	331.3
Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	10.7	12.8	78.5	60.8	42.0
Intangible assets	0.0	4.1	37.6	44.5	34.7
Investment in Associates & JVs	18.3	51.3	96.3	172.8	271.5
Other assets	312.3	208.2	1,380.5	1,778.1	2,060.7
<b>Total assets</b>	<b>651.0</b>	<b>805.9</b>	<b>2,425.5</b>	<b>2,790.4</b>	<b>3,301.4</b>
ST interest bearing debt	0.0	2.6	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	70.8	115.8	220.6	290.8	363.3
LT interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other liabilities	36.0	51.0	251.0	244.0	239.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>107.1</b>	<b>169.7</b>	<b>471.9</b>	<b>534.9</b>	<b>602.7</b>
Shareholders Equity	543.9	631.5	1,933.4	2,233.7	2,666.6
Minority Interest	0.0	4.6	20.1	21.7	32.0
<b>Total shareholder equity</b>	<b>543.9</b>	<b>636.2</b>	<b>1,953.5</b>	<b>2,255.5</b>	<b>2,698.7</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>651.0</b>	<b>805.9</b>	<b>2,425.5</b>	<b>2,790.4</b>	<b>3,301.4</b>
<b>CASH FLOW (THB m)</b>					
Pretax profit	80.2	149.1	335.7	438.5	578.8
Depreciation & amortisation	3.9	5.9	31.0	66.3	74.6
Adj net interest (income)/exp	2.6	9.4	7.9	6.6	5.5
Change in working capital	(37.9)	(126.4)	(216.1)	(122.3)	(151.1)
Cash taxes paid	(34.9)	(36.2)	(24.0)	(30.6)	(36.7)
Other operating cash flow	(14.9)	(18.1)	(34.9)	(36.2)	(24.0)
Cash flow from operations	80.6	48.7	254.3	363.0	473.9
Capex	(7.1)	(8.8)	(115.0)	(25.0)	(15.0)
Free cash flow	73.5	39.9	139.3	338.0	458.9
Dividends paid	(92.5)	(37.5)	(43.6)	(83.9)	(117.5)
Equity raised / (purchased)	455.0	0.8	1,061.8	0.0	0.0
Change in Debt	0.0	2.6	(2.6)	0.0	0.0
Other invest/financing cash flow	(244.0)	168.6	(956.2)	(407.9)	(251.6)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	192.0	174.5	198.7	(153.8)	89.8

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	na	85.6	132.7	26.8	26.1
EBITDA growth	na	69.2	143.6	35.6	28.6
EBIT growth	na	70.1	130.5	27.3	31.4
Pretax growth	na	85.9	125.1	30.6	32.0
Reported net profit growth	na	91.1	120.1	40.0	40.3
Core net profit growth	na	102.4	110.7	38.1	40.3
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	25.8	23.5	24.6	26.3	26.8
EBIT margin	24.5	22.5	22.2	22.3	23.3
Pretax profit margin	26.4	26.5	25.6	26.4	27.6
Payout ratio	56.4	31.5	30.0	30.0	30.0
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	21.9	22.5	21.3	23.6	26.2
Revenue/Assets (x)	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6
Assets/Equity (x)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
ROAE (%)	na	21.6	21.8	18.8	22.4
ROAA (%)	na	18.5	17.6	15.0	18.0
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	na	(75.5)	nm	nm	nm
Days receivable outstanding	na	50.7	42.6	50.9	51.0
Days inventory outstanding	na	0.0	nm	nm	nm
Days payables outstanding	na	126.2	96.2	111.0	113.6
Dividend cover (x)	1.8	3.2	3.3	3.3	3.3
Current ratio (x)	6.3	4.5	4.2	3.2	3.2
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	6.1	4.7	5.1	5.2	5.5
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	na	113.7	39.4	61.4
Debt/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	2.3	1.6	8.8	1.5	0.7
Net debt/ (net cash)	(253.8)	(423.8)	(625.2)	(471.4)	(561.2)

Source: Company; Maybank IBG Research



### Historical recommendations and target price: Bluebik Group (BBIK 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 ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการแนะนำ หรือเรียบบริยายสมบูรณจึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ 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 แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### 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 ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก 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 รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นลูกค้ารายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น 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 และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ 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 และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 17 มกราคม 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 17 มกราคม 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ 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 มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มลูกค้าที่มีความรู้ความเข้าใจ 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

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	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
7UP	BBL	CPW	HTC	MFC	PRNC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAI	BC	CRC	ICC	MFEC	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSL	50-59	▲	Pass
ACG	BDM5	CV	ILINK	MOONG	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PTC			
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTT			
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTTEP	SIS	TFMAMA	TTA
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTGC	SITHAI	TGE	TTB
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	Q-CON	SJWD	TGH	TTCL
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	QH	SKR	THANA	TTW
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QTC	SM	THANI	TURTLE
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	RATCH	SMPC	THCOM	TVDH
AIRA	BJCHI	EA	ITC	NER	RBF	SMT	THIP	TVH
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RPH	SNC	THRE	TVO
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RS	SNNP	THREL	TVT
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RT	SNP	TIDLOR	TWPC
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	S	SO	TIPH	UAC
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S&J	SPALI	TISCO	UBE
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	SA	SPC	TK	UBIS
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SABINA	SPCG	TKN	UKEM
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SAK	SPI	TKS	UP
AMATA	BTW	ETE	KKP	ONEE	SAMART	SPRC	TKT	UPF
AMATAV	BWG	FE	KSL	OR	SAMTEL	SR	TLI	UPOIC
ANAN	BYD	FLOYD	KTB	ORI	SAPPE	SSC	TM	UV
AOT	CBG	FN	KTC	OSP	SAT	SSF	TMC	VCOM
AP	CENTEL	FPI	KTMS	OTO	SBNEXT	SSSC	TMD	VGI
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	PAP	SC	STA	TMT	VIBHA
APCS	CHASE	FSX	KUN	PATO	SCB	STC	TNDT	VIH
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PB	SCC	STEC	TNITY	VL
ARROW	CHG	GBX	LANNA	PCSGH	SCCC	STGT	TNL	WACOAL
ASEFA	CHOW	GC	LH	PDG	SCG	STI	TNR	WGE
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDJ	SCGP	SUC	TOA	WHA
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PG	SCM	SUN	TOG	WHAUP
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PHOL	SDC	SUSCO	TOP	WICE
ATP30	CKP	GGC	LPN	PIMO	SEAFCO	SUTHA	TPBI	WINMED
AUCT	CM	GLAND	LRH	PJW	SEAOL	SVI	TPCS	WINNER
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PLANB	SECURE	SVT	TPIPL	XPG
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLAT	SELIC	SYMC	TPIPP	YUASA
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLUS	SENA	SYNEX	TPS	ZEN
BA	COTTO	GULF	MALEE	PM	SENX	SYNTEC	TQM	
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	POLY	SFT	TACC	TQR	
BAM	CPAXT	HANA	MBK	PORT	SGC	TAE	TRT	
BANPU	CPF	HARN	MC	PPP	SGF	TCAP	TRUE	
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPS	SGP	TCMC	TRV	
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PR9	SHR	TEAMG	TSC	
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PRG	SICT	TEGH	TSTE	



2S	BSBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
A5	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIK
AMR	CH	EVER	JKN	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	
BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE	



24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TEAM	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEM	NNCL	PRAKIT	SCAP	TFI	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TIGER	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TITLE	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO	LEE	NV	PRIN	SKE	TKC	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TMI	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TNH	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TPA	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPAC	
BLESS	EASON	ITD	META	PICO	RSP	SOLAR	TRITN	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	UBA	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UMI	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMS	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UOBKH	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

### Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

### Companies certified by CAC

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

### N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC