

Bluebik Group PCL

BBIK TB Outperform

Target Price Bt 22.03

Price (15/09/2021) Bt 18.00

Upside % 22.38

Valuation PER

Sector Technology

Market Cap Btm 1,800

30-day avg turnover Btm N/A

No. of shares on issue m 100

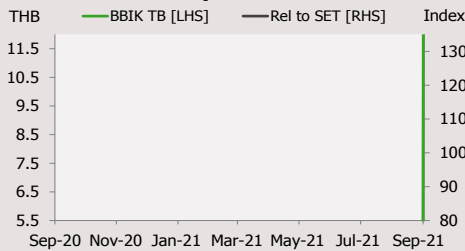
CG Scoring N/A

Anti-Corruption Indicator N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	201	249	329	377
Core profit (Btmn)	44	61	82	92
Net profit (Btmn)	44	56	82	92
Net EPS (Bt)	1.08	0.56	0.82	0.92
DPS (Bt)	0.00	0.15	0.41	0.46
BVPS (Bt)	2.70	5.70	6.16	6.66
Net EPS growth (%)	39.37	-48.2	48.0	11.3
ROA (%)	30.75	14.30	14.12	14.23
ROE (%)	50.35	16.39	13.91	14.33
Net D/E (x)	-0.56	-0.82	-0.78	-0.77
Valuation				
P/E (x)	n.a.	32.29	21.82	19.60
P/BV (x)	n.a.	3.16	2.92	2.70
EV/EBITDA (x)	n.a.	16.87	11.42	9.96
Dividend yield (%)	n.a.	0.84	2.29	2.55

BBIK TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

KS is acting as the lead underwriter of BBIK. Investors should be aware of such conflicts of interest before making an investment decision.

Analyst

Pisut Ngamvijitvong

Pisut.n@kasikornsecurities.com

Assistant Analyst

Phochara Lertwiram

16 September 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

เปิดประตูสู่อนาคต

- ▶ เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ BBIK ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายที่ 22.03 บาท ซึ่งตามวิธีการคำนวณจาก PER ซึ่งสะท้อน PER ที่ 26.7x ในปี 2565
- ▶ BBIK คือหนึ่งในบริษัทที่ปรึกษาชั้นนำของเมืองไทย ที่มุ่งเน้นการนำเอาเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้เป็นเครื่องมือสำคัญในการพัฒนาธุรกิจ
- ▶ เราคาดว่า BBIK มีอัตราการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในปี 2564-2566 ที่ 27.9% จากรายได้และอัตราส่วนการทำการกำไรที่สูงขึ้น

Investment Highlights

- ▶ หนึ่งในผู้นำด้านที่ปรึกษาธุรกิจของประเทศ BBIK คือหนึ่งในผู้เล่นแนวหน้าด้านที่ปรึกษาธุรกิจในประเทศไทยที่มุ่งเน้นการนำเอาเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้เป็นเครื่องมือสำคัญในการพัฒนาธุรกิจ โดยประกอบธุรกิจหลัก 4 ประเภทดังนี้ 1) ธุรกิจให้คำปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการ 2) การบริหารโครงการเชิงยุทธศาสตร์ (strategic PMO) 3) การพัฒนาระบบดิจิทัลและให้คำปรึกษาด้านเทคโนโลยี และ 4) การจัดการข้อมูลขนาดใหญ่และการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นสูงด้วยปัญญาประดิษฐ์ นอกจากนี้ BBIK ก็มีอัตราค่าลิขสิทธิ์ (NPM) ปี 2563 ที่ 22.1% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มในต่างประเทศและในประเทศ ที่ 12.2% และ 15.5%
- ▶ **คาดการณ์ด้าน IT ในประเทศจะมีอัตราการเติบโตที่สูงกว่า GDP** เราคาดว่าบริการด้าน IT ในประเทศจะมีอัตราการเติบโตที่แข็งแกร่งกว่า GDP ในประเทศ (ธนาคารแห่งประเทศไทย) ประเมินอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2564-65 ที่ 0.7% และ 3.7%) ทั้งนี้ ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ BBIK ระบุว่ามูลค่าตลาดของบริการด้าน IT ในประเทศช่วงปี 2564 นั้นอยู่ที่ 1.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และคาดว่าจะปรับเพิ่มเป็น 2 พันล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2568 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 4.2% (2564-68) ขณะที่ธุรกิจที่ปรึกษาและบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานก็เป็นที่ปรึกษาที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็วทั่วโลก ธุรกิจนี้ประกอบไปด้วย 1) ที่ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการ 2) ที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ 3) ผู้บริหารจัดการโครงการ (PPM) และ 4) บริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT outsourcing) ด้วยประมาณการมูลค่าตลาดโดยรวมที่ 1,216 พันล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2564 และคาดการณ์ CAGR ที่ 6.8% สำหรับปี 2564-68 ทั้งนี้ ปัจจัยส่งเสริมหลักอย่าง Digital transformation ก็ได้รับการคาดการณ์การเติบโตที่แข็งแกร่งที่ 16.5% CAGR
- ▶ **คาดการณ์กำไรปกติปี 2564-66 จะมี CAGR ที่แข็งแกร่งในระดับ 27.9%** เราคาดว่ากำไรปกติของ BBIK ในช่วงปี 2564-66 จะมี CAGR ในระดับ 27.9% ด้วยแรงขับเคลื่อนจากกำลังรองรับบริการที่เพิ่มขึ้น โดยเราคาดว่า BBIK จะเพิ่มจำนวนพนักงานขึ้นจาก 101 คนเป็น 136 คนในปีนี้เป็น 182 คนในปี 2566 ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา ควรบันทึกว่า BBIK ได้รายงาน backlog ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2564 ที่ 125 ลบ. และจะรับรู้ภายในปี 2564 ซึ่งชี้เป็นนัยว่ารายได้มีความแน่นอนแล้ว 50% ของประมาณการรายได้ปี 2564 ของเราที่ 249 ลบ. สะท้อนถึงศักยภาพด้านกำไรที่แข็งแกร่งในปีนี้
- ▶ **Upside ที่อาจเกิดขึ้นจากการเติบโตทางอ้อม** เราเล็งเห็นถึง upside ที่อาจเกิดขึ้นกับประมาณการกำไรปี 2564-66 ของเรา และโอกาสที่อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) จะปรับตัวสูงขึ้นจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ โดยเราคาดว่าสถานะทางการเงินของบริษัทฯ จะแข็งแกร่งขึ้นหลังจากสิ้นสุดการทำการค้าเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับสาธารณะเป็นครั้งแรก (IPO) ทั้งนี้ จากประมาณการเงินสดและสมมุติฐานอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อเงินทุน (net D/E ratio) ที่ 0.5 เท่า เราคาดว่าบริษัทฯ จะสามารถลงทุนได้มากถึง 797 ลบ. ในปี 2564

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายปลายปี 2565 ที่ 22.03 บาท โดยด้วยวิธี PER ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของกรอบล่างและกรอบบนของมูลค่ายุติธรรม (Fair Value)
- ▶ เราเล็งเห็นถึง Upside จากราคาเป้าหมายที่ 3.3-3.7 บาท/หุ้น จากสมมุติฐานถ้า BBIK นำ 50% ของเงินจากการเสนอขายหุ้น IPO ไปลงทุนด้วย D/E ที่ 0.5 เท่า (มูลค่าลงทุนทั้งหมด 338 ลบ.) บนโปรเจกต์ที่ให้ผลตอบแทน IRR ที่ 10-12% ทั้งนี้ เราใช้สมมุติฐานการลงทุนของ BBIK ด้วย WACC ที่ 9.2% และ terminal growth ที่ 3%

บริการทุกระดับประทับใจ



วัตถุประสงค์ในการทำ IPO

แผนการออกหุ้นสามัญใหม่ไม่เกิน 25 ล้านหุ้น

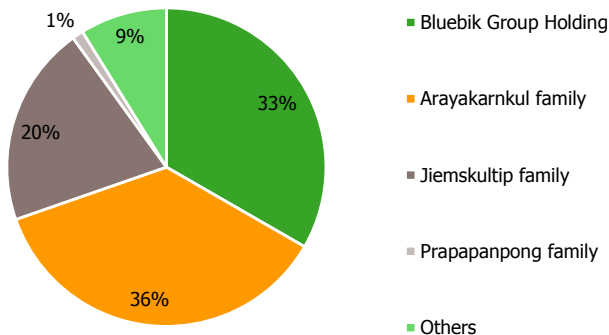
ระดมทุนเพื่อการขยายกิจการและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

BBIK มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินที่ได้จากการทำ IPO ไปกับการขยายกิจการของตน ซึ่งรวมถึงการเพิ่มบุคลากร พัฒนาผลิตภัณฑ์ด้านเทคโนโลยีและดิจิทัล พัฒนาและปรับปรุงซอฟต์แวร์สำหรับใช้งานภายในองค์กร และขยายพื้นที่สำนักงาน โดยเงินที่ได้จาก IPO จะช่วยให้ BBIK เข้าถึงโอกาสในการเติบโตผ่านรูปแบบการซื้อเข้ากิจการ นอกจากนี้ BBIK ก็มีแผนที่จะสำรองเงินที่ได้มาจากการระดมทุนในครั้งนี้ไว้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

BBIK จะออกหุ้นสามัญใหม่จำนวนไม่เกิน 25 ล้านหุ้นผ่านการทำ IPO ในครั้งนี้ คิดเป็น 25% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วทั้งหมดที่ 100 ล้านหุ้นหลังการทำ IPO ซึ่งจะทำให้ทุนจดทะเบียนชำระแล้วอยู่ที่ 50 ลบ. หรือ 100 ล้านหุ้น ด้วยราคาพาร์ที่ 0.5 บาทต่อหุ้น (หลังการทำ IPO)

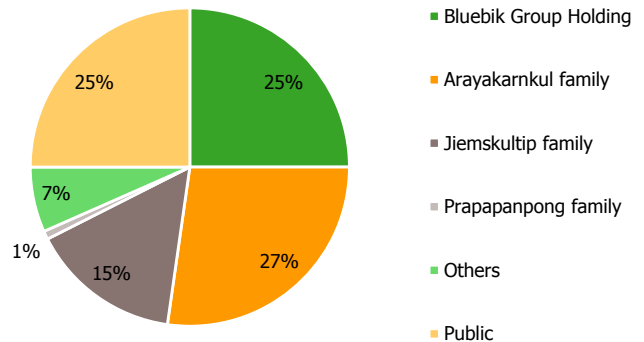
หลังจากการทำ IPO ตระกูลผู้ก่อตั้งบริษัท (อารยะการกุล เจียมสกุลทิพย์ ประภาพรรณพงศ์) จะยังคงเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ด้วยสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยตรงที่ 43% เทียบกับ 58% ก่อนการทำ IPO ขณะที่สัดส่วนการถือครองของบริษัท บลูบิค กรุ๊ป โฮลดิ้งจะลดลงจาก 33% เหลือ 25% ทั้งนี้ ทั้งนี้เจ้าของบลูบิค กรุ๊ป โฮลดิ้งคุณเพชร อารยะการกุลถือครองหุ้นในสัดส่วนที่ 61.5% คุณปกรณ์ เจียมสกุลทิพย์ที่ 35.9% และคุณพิพัฒน์ ประภาพรรณพงศ์ที่ 2.6%

Fig 1 Pre-IPO shareholding structure



Source: Company Prospectus, KS Research

Fig 2 Post-IPO shareholding structure



Source: Company Prospectus, KS Research



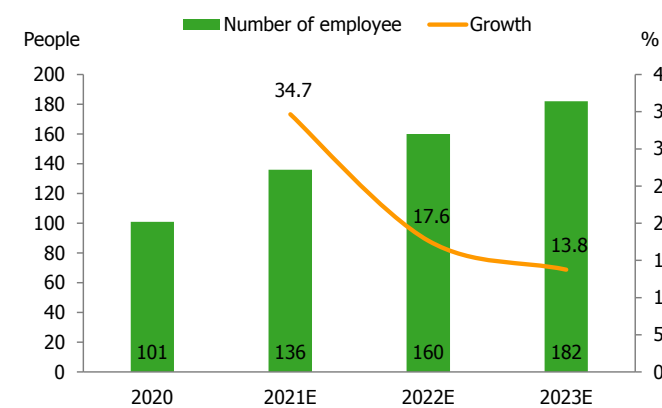
ประเด็นสำคัญด้านการลงทุน

ศักยภาพด้านกำไรที่แข็งแกร่งในปี 2564-66

การเพิ่มบุคลากรจะช่วยขับเคลื่อนกำไรปกติปี 2564-66

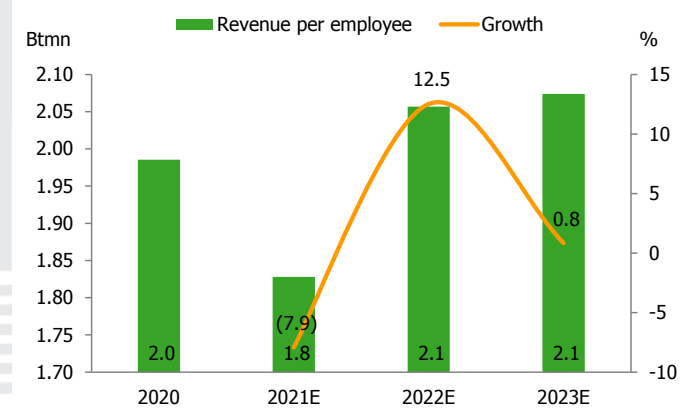
เราประเมินว่ากำไรของ BBIK ในช่วงปี 2564-66 จะมี CAGR ที่แข็งแกร่งในระดับ 27.9% ด้วยแรงขับเคลื่อนจากรายได้และอัตรากำไรที่สูงขึ้น โดยหลังจากการทำ IPO เราคาดว่า BBIK จะเพิ่มจำนวนบุคลากรขึ้นจาก 101 คนเป็น 136 ภายในสิ้นปีนี้ และเป็น 182 คนในปี 2566 เพื่อขยายกำลังการรองรับบริการเพื่อเป็นการสนับสนุนการเติบโตของรายได้ในปี 2564-66 โดยในช่วงต้นของการขยายกำลังทางธุรกิจ เราประเมินว่ารายได้ต่อพนักงาน 1 คนในปี 2564 จะลดลงจาก 2 ลบ. มาอยู่ที่ 1.8 ลบ. และกลับสู่ระดับปกติในปี 2565 จากนั้นคาดว่าจะเพิ่มเป็น 2.1 ลบ. ในปี 2566 โดยนอกจากจะนำเงินที่ได้จาก IPO ไปใช้เพื่อเพิ่มจำนวนบุคลากรแล้วก็จะนำไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนด้วยเช่นกัน เพราะธุรกิจของ BBIK มีวงจรเงินสดที่เป็นบวก โดยมีค่าใช้จ่ายหลักคือผลตอบแทนพนักงาน ขณะที่ไม่มีแหล่งรายได้หลักมาจากสัญญาการให้บริการ ซึ่งจะได้รับรายได้บริการก็ต่อเมื่อโครงการนั้นๆ แล้วเสร็จหรือบรรลุเงื่อนไขตามสัญญาแล้วเท่านั้น

Fig 3 Number of employee and growth



Source: Company data, KS Research

Fig 4 Revenue per employee

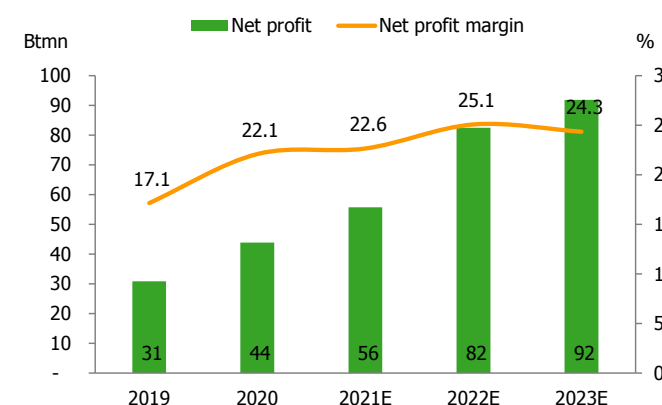


Source: Company data, KS Research

คาดอัตรากำไรปกติจะยังอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง

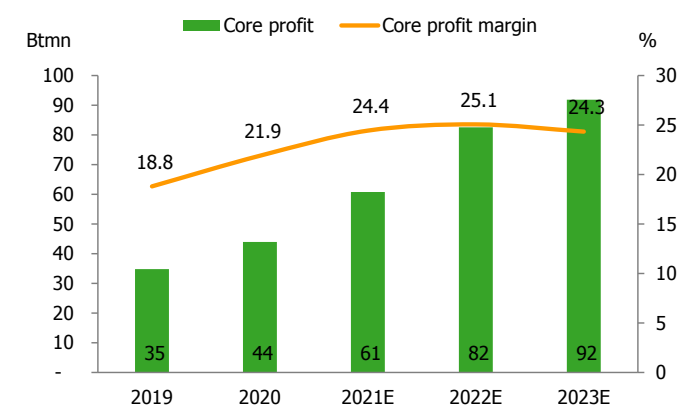
เราประเมินอัตรากำไรปกติสำหรับปี 2564-66 ที่ 24.4%/25.1%/24.3% (แผนภาพ 6) อัตรากำไรปกติในปี 2563 ที่สูงกว่า 18.8% ในปี 2562 มีสาเหตุมาจากส่วนแบ่งรายได้จากบริการ strategic PMO ที่ลดลง ซึ่งเป็นบริการที่ให้อัตรากำไรต่ำกว่าหน่วยธุรกิจอื่นๆ ในช่วงดังกล่าว

Fig 5 Net profit and net profit margin



Source: Company data, KS Research

Fig 6 Core profit and core profit margin



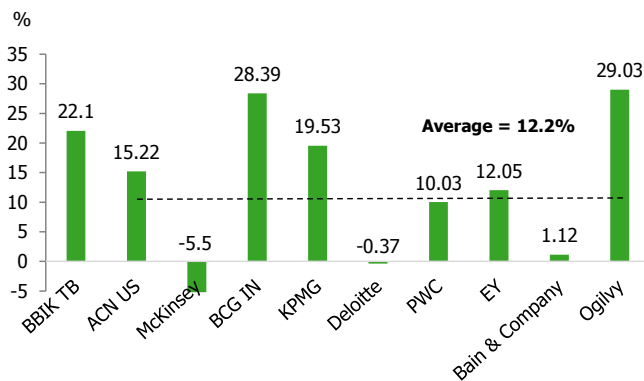
Source: Company data, KS Research



BBIK คือบริษัทที่มีอัตรากำไรระดับพรีเมียม

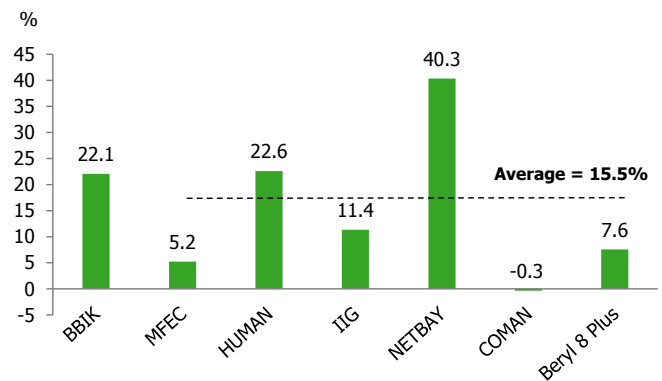
เราคาดว่า BBIK จะมีอัตรากำไรที่สูงกว่าผู้เล่นในตลาดต่างชาติและในประเทศ เมื่อดูจากแผนภาพที่ 7 และ 8 จะพบว่า BBIK มีอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ปี 2563 ที่ 22.1% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้เล่นในตลาดต่างประเทศที่ 12.2% และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้เล่นภายในประเทศที่ 15.5%

Fig 7 Net profit and net profit margin



Source: Company data, KS Research

Fig 8 Domestic peers: net profit margin



Source: Company data, KS Research

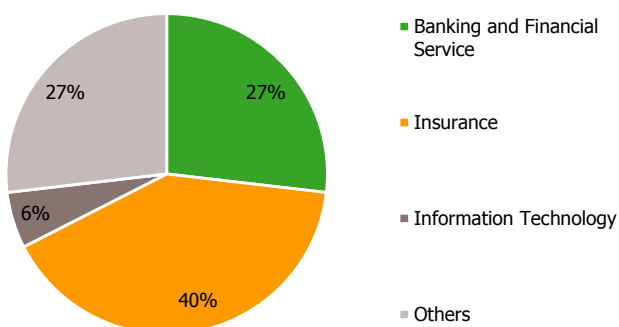
ภาพรวมธุรกิจที่แข็งแกร่ง

พอร์ตธุรกิจที่หลากหลาย

BBIK มีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่งที่ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมต่างๆ ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง บริษัทฯ รายงานส่วนแบ่งรายได้จากอุตสาหกรรมธนาคารและบริการทางการเงินที่ 27% ของรายได้ทั้งหมดในไตรมาส 2/2564 โดยมีส่วนแบ่งรายได้ก่อนใหญ่ที่สุดมาจากกลุ่มประกันที่ 40% ขณะที่มีส่วนแบ่งมาจากลูกค้ากลุ่มเทคโนโลยีระหว่างประเทศที่ 6%

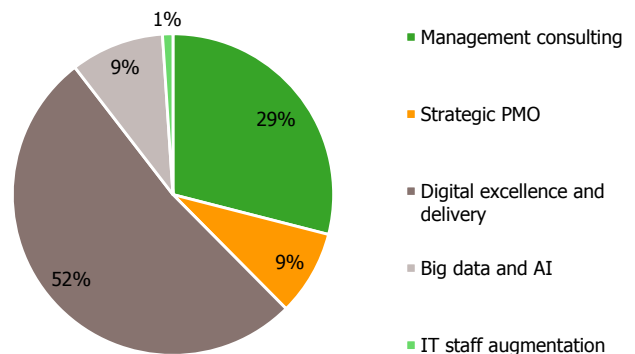
BBIK มีโครงสร้างด้านรายได้ที่กระจายความเสี่ยงเป็นอย่างดี แบ่งเป็น 5 ธุรกิจใหญ่ๆ โดยเราคาดว่าธุรกิจให้ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการ (management consulting) และการพัฒนาระบบดิจิทัลและให้คำปรึกษาด้านเทคโนโลยี (digital excellence and delivery) จะยังคงมีส่วนแบ่งรายได้ก่อนใหญ่ที่ 29% และ 52% ในปี 2564 ทั้งนี้ เราคาดว่าธุรกิจการจัดหาและบริหารบุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT staff augmentation) จะมีสัดส่วนที่ 1% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2564 และเพิ่มเป็น 3% ในปี 2566

Fig 9 1Q21 revenue breakdown by customer segment



Source: Company data, KS Research

Fig 10 2021 revenue breakdown by business



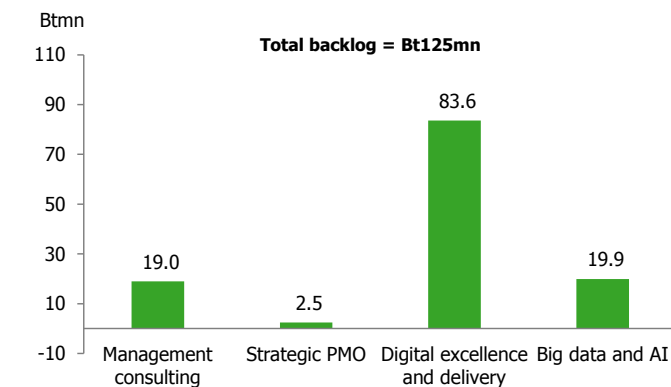
Source: KS Research



ภาพรวมกำไรที่แข็งแกร่งในปี 2564

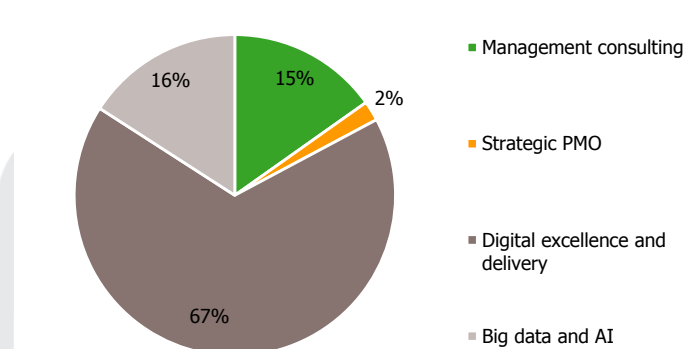
ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ BBIK ระบุว่าบริษัทฯ มี backlog มูลค่ารวมที่ 125 ลบ. ณ ช่วงเดือน มี.ค. 2564 ซึ่งมีแผนการรับรู้เป็นรายได้ในปีนี้ ทำให้ประมาณการรายได้ของเราสำหรับปี 2564 ที่ 249 ลบ. มีความแน่นอนแล้ว 50% และสะท้อนถึงศักยภาพด้านกำไรที่แข็งแกร่ง ในจำนวน backlog ปี 2564 ของ BBIK มีสัดส่วนราวๆ 67% ที่มาจากธุรกิจให้คำปรึกษาและพัฒนาเทคโนโลยีให้กับองค์กร ส่วนธุรกิจที่ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการ และธุรกิจการจัดการข้อมูลขนาดใหญ่ (big data) และการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นสูงด้วยปัญญาประดิษฐ์ (advanced analytics & AI) มีสัดส่วนอยู่ที่ 15% และ 16% เราเชื่อว่าส่วนแบ่งรายได้จากธุรกิจ strategic PMO ที่ลดลงในปี 2564 มีสาเหตุมาจากผลกระทบของสถานการณ์โควิด-19 เพราะพนักงานในธุรกิจประเภทนี้จะต้องพบปะกันหน้าต่อหน้า

Fig 11 2021 backlog breakdown (as of March 2021)



Source: Company data, KS Research

Fig 12 2021 backlog breakdown by percentage



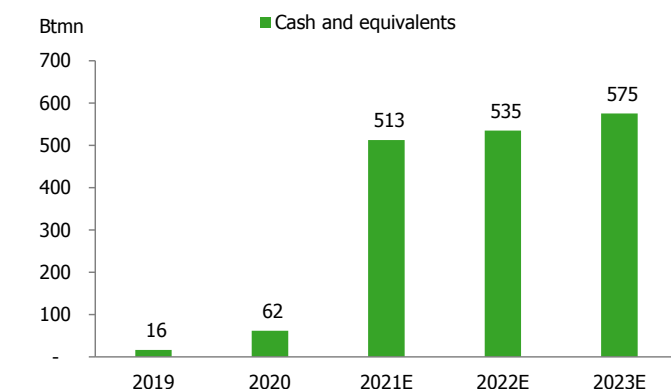
Source: Company data, KS Research

Upside ที่อาจเกิดขึ้นจากการเติบโตทางอ้อม

โอกาสอีกมากในการยกระดับ ROA และ ROE

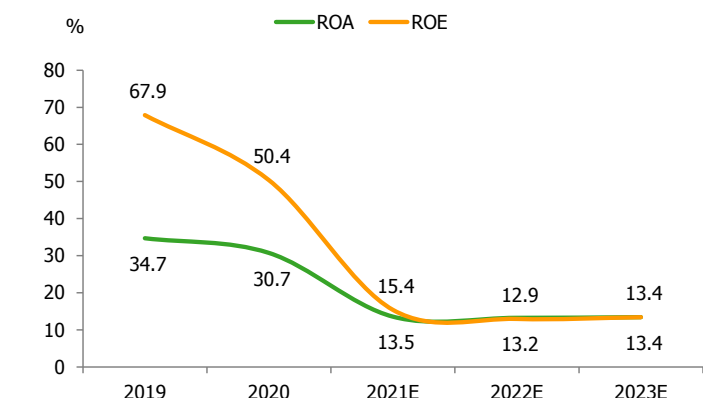
แม้เราจะประเมิน ROA ที่ 13.5% และ ROE ที่ 15.4% สำหรับปีนี้ หรือลดลงจาก 30.7% และ 50.4% จากปี 2563 ตามลำดับ แต่เราเล็งเห็นโอกาสที่จะปรับตัวดีขึ้นอีกมาจากการเติบโตของกำไรทางอ้อม เนื่องจาก BBIK จะมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นหลังการทำ IPO ทั้งนี้ คาดการณ์ของเราที่มองว่า ROA และ ROE จะปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญนั้นอิงสมมติฐานที่ว่าปริมาณเงินสดและฐานเงินทุนจะปรับเพิ่มขึ้นหลังการทำ IPO โดยเราเล็งเห็น upside ที่อาจเกิดขึ้นกับประมาณการกำไรปี 2564-66 ของเราจากการทำข้อตกลงในการเข้าซื้อกิจการ (M&A) เมื่ออิงจากสถานะทางการเงินและหนี้สินของ BBIK จะพบว่า BBIK มีความสามารถในการลงทุนมากถึง 797 ลบ. หรือคิดเป็น net D/E ratio ที่เพียง 0.5 เท่า ทั้งนี้ BBIK มีสถานะเงินสดสุทธิ โดยคาดว่าจะมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดที่ 513 ลบ. ในปี 2564

Fig 13 Cash and equivalents



Source: Company data, KS Research

Fig 14 ROA and ROE



Source: Company data, KS Research

ประเด็นสำคัญในอุตสาหกรรม

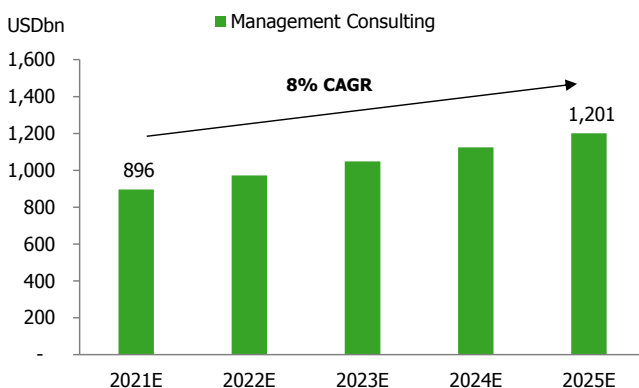
เติบโตไปกับเทรนด์โลก

ตลาดที่ปรึกษาและบริการจัดหาบุคลากรมีมูลค่าที่สูงทั่วโลก

ธุรกิจที่ปรึกษาและธุรกิจให้บริการจัดหาบุคลากร (consulting & outsourcing) คือกลุ่มธุรกิจที่มีการเติบโตรวดเร็ว ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทได้ดังนี้ 1) ธุรกิจที่ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการ 2) ที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ 3) ธุรกิจบริหารจัดการโครงการ (PPM) และ 4) บริการจัดหาบุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT outsourcing)

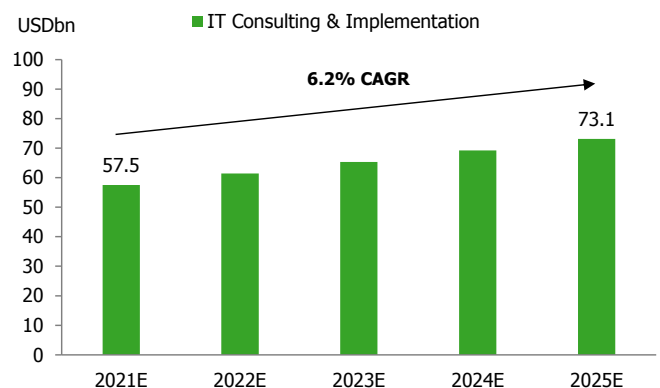
- ⇒ **ธุรกิจที่ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการ** เป็นธุรกิจที่ให้บริการด้านจัดการโครงสร้างองค์กร วางแผนด้านงบประมาณ วางกลยุทธ์ทางการตลาด วางแผนด้านทรัพยากร และการผลิตและขนส่ง ข้อมูลจาก Business Research Company ระบุว่ามูลค่าอุตสาหกรรมที่ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการทั่วโลกอยู่ที่ 8.955 แสนล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2564 เติบโตขึ้น 9.2% จาก 8.198 แสนล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2563 และประเมินว่าจะมี CAGR ที่ 8% ในปี 2564-68 หรือคิดเป็นมูลค่าตลาดที่ 1.2011 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2568 ซึ่งคาดว่าเป็นผลมาจากการแข่งขันที่สูงขึ้นในแต่ละอุตสาหกรรมทั้งในประเทศและต่างประเทศ ที่ธุรกิจที่ปรึกษาด้านกลยุทธ์และการจัดการสามารถเข้ามาช่วยเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันขึ้นได้ในแง่ของข้อมูลตลาด กลยุทธ์การตลาด และการดำเนินกลยุทธ์ต่างๆ
- ⇒ **ธุรกิจที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ** การปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัลและการวิเคราะห์ข้อมูลคือ 2 ปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนธุรกิจที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ เมื่ออิงข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ BBIK จะพบว่าตลาดธุรกิจที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศทั่วโลกในปี 2564 มีมูลค่าอยู่ที่ 5.75 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ ขณะที่คาดว่าจะมี CAGR ที่ 6.2% ในช่วงปี 2564-68 หรือคิดเป็นขนาดตลาดที่ 73.1 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ
- ⇒ **ธุรกิจบริหารจัดการโครงการ** ทาง Grand View Research ประเมินมูลค่าของตลาดธุรกิจบริหารจัดการโครงการทั่วโลกที่ 4.2 พันล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2563 และประเมินว่าจะมี CAGR ที่ 13.4% ในช่วงปี 2564-65 จากการให้บริการระบบคลาวด์ ระบบอัตโนมัติ และการปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัลในอุตสาหกรรมต่างๆ ซึ่งผู้จัดการโครงการจะเข้ามามีบทบาทในการตรวจสอบ วิเคราะห์ และประเมินข้อมูลต่างๆ เพื่อกระตุ้นประสิทธิภาพและประสิทธิผลของโครงการขึ้น
- ⇒ **บริการจัดหาบุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ** ข้อมูลจาก Businesswire ระบุว่าอุตสาหกรรมบริการจัดหาบุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศมีมูลค่าที่ 3.337 แสนดอลลาร์ฯ ในปี 2562 และคาดว่าจะปรับเพิ่มเป็น 3.976 แสนล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2568 คิดเป็น CAGR ที่ 4.5% ในช่วงปี 2563-68 ด้วยแรงขับเคลื่อนจาก 1) แอปพลิเคชันที่เป็นประโยชน์ในการเสริมสร้างขีดความสามารถในการแข่งขัน 2) สภาวะที่องค์กรไม่มีทรัพยากรเพียงพอต่อการปฏิรูปธุรกิจของตนเพราะต้องให้ความสำคัญกับกิจการหลักก่อน และ 3) การจัดหาบุคลากรด้าน IT นั้นถูกกว่าการจ้างพนักงาน IT แบบเต็มเวลา

Fig 15 Global management consulting market value



Source: Company Prospectus, KS Research

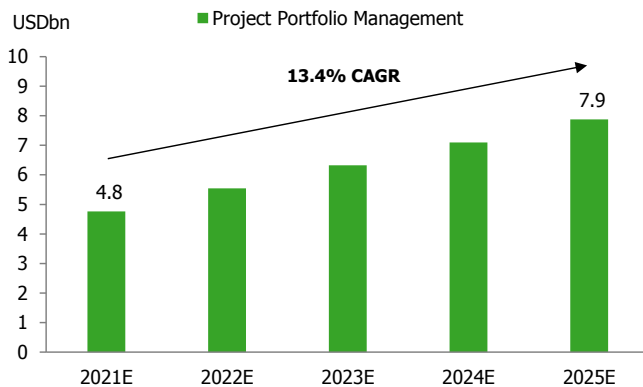
Fig 16 Global IT consulting market value



Source: Company Prospectus, KS Research

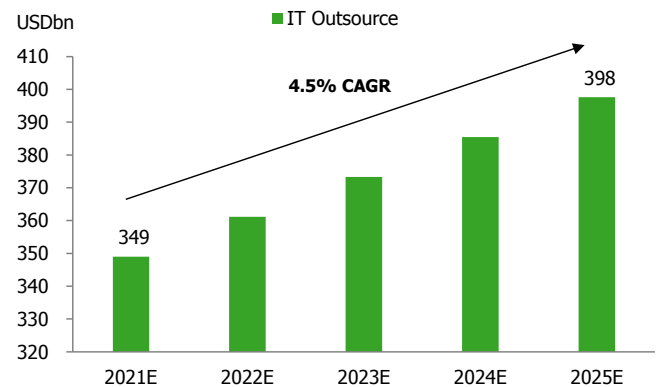


Fig 17 Global PPM market value



Source: Company Prospectus, KS Research

Fig 18 Global IT outsource market value



Source: Company Prospectus, KS Research

ตลาดบริการด้าน IT ภายในประเทศ

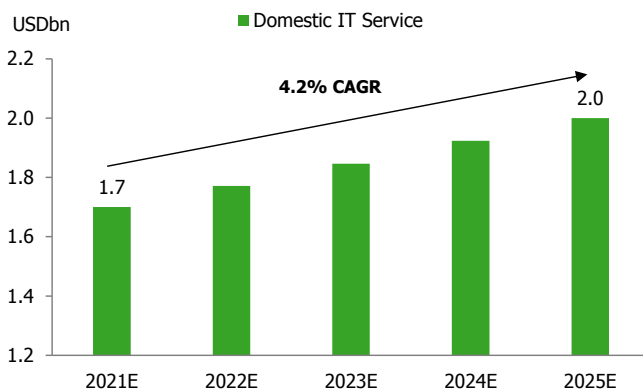
มูลค่าตลาด

เราคาดว่าตลาดบริการด้าน IT ภายในประเทศจะมีการเติบโตที่แข็งแกร่งกว่า GDP ในประเทศ (รพท. ประเมิน GDP ปี 2564-65 ด้วยอัตราการเติบโตที่ 0.7% และ 3.7% ตามลำดับ) เมื่ออิงข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ BBIK จะพบว่ามีการประเมินมูลค่าตลาดบริการด้าน IT ภายในประเทศช่วงปี 2564 ไว้ที่ 1.7 พันล้านดอลลาร์ฯ และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 2 พันล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2568 หรือคิดเป็น CAGR ที่ 4.2% (ปี 2564-68) ทั้งนี้ อุตสาหกรรมบริการด้าน IT ภายในประเทศประกอบไปด้วย 1) ธุรกิจที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ 2) ธุรกิจจัดหาบุคลากร และ 3) ธุรกิจจัดหาบุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ โดยคาดการณ์ว่าการเติบโตที่แข็งแกร่งของอุตสาหกรรมบริการด้าน IT ของไทยจะมาจากธุรกิจจัดหาบุคลากรด้านเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นหลัก ซึ่งประเมินว่าจะมี CAGR ที่ 6.9% ในปี 2564-68 จากอุปสงค์ต่อการปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัลและระบบอัตโนมัติที่แข็งแกร่ง

ทำไมบริการด้าน IT ถึงอยู่ในความต้องการของตลาด

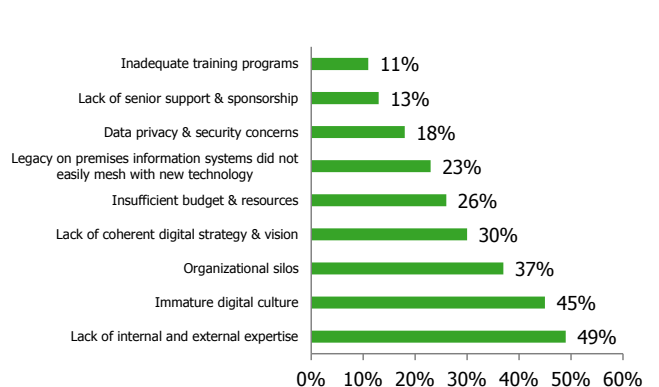
ปัจจัยด้านมนุษย์มักจะเป็นความท้าทายต่อการปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัลมากกว่าปัจจัยด้านเทคโนโลยี โดยการบูรณาการเทคโนโลยีให้เข้ากับสถานที่ทำงานนั้นมีความซับซ้อน เพราะจะต้องสร้างความมั่นใจว่ากิจกรรมของบริษัท พนักงาน วัฒนธรรมและโครงสร้างองค์กรนั้นสอดคล้องกับเป้าหมายขององค์กรอย่างลงตัว โดยในหนังสือชี้ชวนของ BBIK ได้ระบุถึงความท้าทาย 4 ประการสำหรับประเทศไทยในการปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัลดังนี้ 1) การขาดแคลนผู้เชี่ยวชาญทั้งภายในและภายนอก 2) วัฒนธรรมด้านดิจิทัลที่ยังไม่แข็งแกร่ง 3) การทำงานแบบแยกส่วน และ 4) การขาดวิสัยทัศน์และกลยุทธ์ด้านดิจิทัลที่สัมพันธ์กัน

Fig 19 Domestic IT service market value



Source: Company Prospectus, KS Research

Fig 20 Challenges to achieve digital transformation



Source: Company Prospectus, KS Research

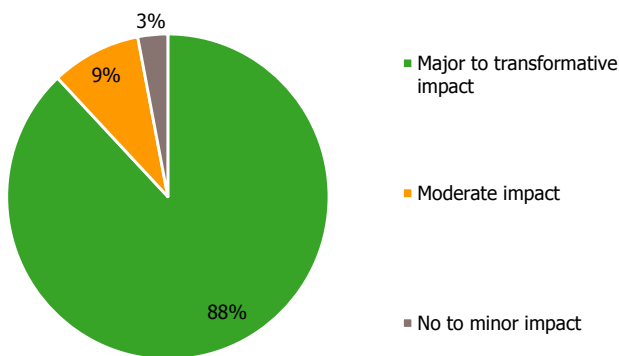


ตัวกระตุ้น

การเปลี่ยนแปลงด้านดิจิทัล

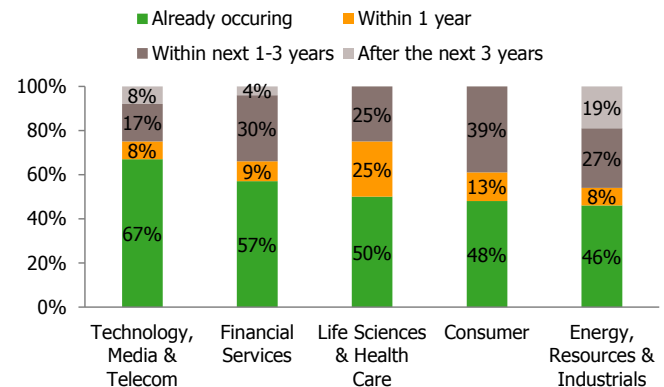
อุตสาหกรรมต่างๆ ทั่วโลกต่างเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยีที่นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงสู่ระบบดิจิทัล (digital disruption) ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของสินค้าและบริการของตลาดหรืออุตสาหกรรมในปัจจุบัน โดยธุรกิจไทยส่วนใหญ่ โดยเฉพาะธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี สื่อและโทรคมนาคม และบริการทางการเงิน รับรู้ถึงการเปลี่ยนแปลงด้านดิจิทัลภายใต้อุตสาหกรรมของตนแล้ว ขณะที่องค์กรที่ประกอบกิจการในอุตสาหกรรมบริการก็เชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงด้านดิจิทัลนั้นเกิดขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าในอุตสาหกรรมการผลิต โดยมีผู้ตอบแบบสอบถามมากกว่าครึ่งเชื่อว่าพวกเขากำลังเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงด้านดิจิทัล โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจด้านเทคโนโลยี สื่อและโทรคมนาคม และบริการทางการเงิน ด้วยสัดส่วนการตอบแบบสอบถามที่ 67% และ 57% (แผนภาพ 22)

Fig 21 Global perspective on the impact of digital disruption in 2019



Source: Deloitte, KS Research

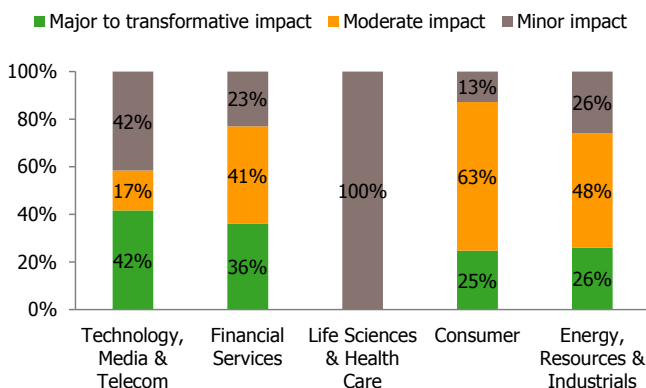
Fig 22 Domestic perspective of digital disruption timing by industry



Source: Company Prospectus, KS Research

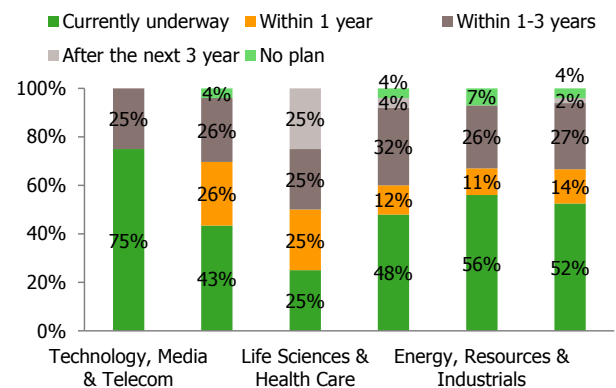
ด้วยเหตุนี้เราจึงคาดว่ากลุ่มบริษัทในไทยจะเร่งเตรียมความพร้อมรับมือกับการแข่งขันในตลาดที่มีการปฏิรูปด้านดิจิทัล เพื่อมีความพร้อมในการรับมือกับความท้าทายที่เป็นผลกระทบมาจากการเปลี่ยนแปลงด้านดิจิทัล เมื่ออิงข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ BBIK จะพบว่าองค์กรจำนวนมากที่เล็งเห็นถึงความสำคัญของการปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัล โดย 52% ของกลุ่มตัวอย่างวิจัยยอมรับว่าได้ลงทุนเพื่อเตรียมพร้อมในแง่เงินทุนแล้ว ขณะที่มีส่วน 41% ที่อยู่ระหว่างการศึกษาคำเป็นไปได้ ด้วยแผนการที่จะลงทุนในปีหน้า ขณะที่มีอีก 27% ที่คาดว่าจะดำเนินการปฏิรูปธุรกิจด้วยดิจิทัลภายใน 3 ปีนี้

Fig 23 Domestic perspective of the level of digital disruption by industry



Source: Company Prospectus, KS Research

Fig 24 Domestic digital transformation by industry



Source: Company Prospectus, KS Research



Digital transformation

Digital transformation เป็นอุตสาหกรรมที่มีอัตราเติบโตสูงทั่วโลก หนังสือชี้ชวนของ BBIK คาดการณ์ว่ามูลค่าตลาด digital transformation ทั่วโลกในปี 2564 จะอยู่ที่ 469,800 ล้านดอลลาร์ฯ และคาดว่าจะเติบโตขึ้นมาอยู่ที่ 1,009,800 ล้านดอลลาร์ฯ ในปี 2568 หรือมี CAGR ที่ 16.5% ระหว่างปี 2564-68 ด้วยปัจจัยหนุนหลักจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 วิกฤติโรคระบาดครั้งนี้ส่งผลให้เกิดมาตรฐานการใช้ชีวิตแบบใหม่ซึ่ง cloud และอินเทอร์เน็ตมีบทบาทสำคัญมากขึ้นเรื่อย ๆ ขณะที่หลายองค์กรหันมาใช้วิธีประชุมงานผ่านทางออนไลน์ และ hyper-automation ในช่วงที่เกิดวิกฤติโรคระบาด ดังนั้น เราจึงคาดว่าอุปสงค์ digital transformation จะเติบโตมากขึ้นในกลุ่มองค์กรไทยเพราะจะปรับใช้วิธีการทำงานแบบมาตรฐานใหม่หลังสิ้นสุดวิกฤติโรคระบาด

การแข่งขันยังไม่รุนแรงมากนัก

มีองค์กรแค่ไม่กี่แห่งที่ให้บริการทั้งด้าน management consulting and digital excellence และ delivery services เพราะองค์กรส่วนใหญ่จะมุ่งเน้นไปยังด้าน management consulting services หรือเลือกที่จะเป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจ IT consulting ดังนั้น BBIK จึงมีคู่แข่งโดยตรงเพียงแค่ไม่กี่รายที่ให้บริการทั้งด้าน management consulting และ IT solutions services และคู่แข่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ ในหนังสือชี้ชวนของ BBIK ระบุว่า Accenture Solutions มีรูปแบบการให้บริการที่มีแนวทางใกล้เคียงกับของ BBIK มากที่สุด (แผนภาพ 26) หนึ่งในข้อได้เปรียบทางการแข่งขันหลักของ BBIK คือบริษัทฯ สามารถให้บริการโครงการขนาดเล็กได้อีกทั้งยังมีข้อได้เปรียบในเรื่องการกำหนดราคาพร้อมทั้งมีมาตรฐานการให้บริการที่สูงกว่าซึ่งเราคาดว่าจะจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ BBIK แย่งชิงส่วนแบ่งทางการตลาดได้มากขึ้น

Fig 25 BBIK's competitors

Non-listed company	Management Consulting	PMO	Digital excellence	Big Data
Accenture Solutions	✓	✓	✓	✓
McKinsey and Company	✓	✓	✓	✓
Bain and Company	✓			✓
The Boston Consulting Group	✓	✓	✓	✓
KPMG PhoomChai Business Advisory	✓	✓	✓	✓
Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Advisory	✓	✓	✓	✓
Pricewaterhousecoopers consulting	✓	✓	✓	✓
EY Corporate Advisory Services	✓	✓	✓	✓
Ogilvy Public Relation Worldwide	✓			
Listed company				
MFEC			✓	✓
HUMAN			✓	
IIG	✓		✓	✓
NETBAY			✓	
COMAN			✓	
BBIK	✓	✓	✓	✓

Source: Bloomberg, KS Research



ประเด็นสำคัญด้านการเงิน

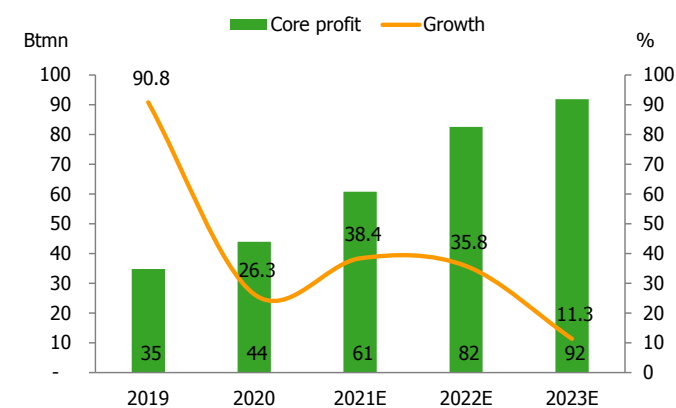
กำไรสุทธิอยู่ในช่วงขาขึ้น

คาดการณ์กำไรปกติมี CAGR ที่ 27.9% ระหว่างปี 2564-66

เราคาดว่า BBIK จะรายงานกำไรปกติที่มี CAGR ระดับสูงถึง 27.9% ระหว่างปี 2564-66 และคาดว่ากำไรปกติปี 2564-66 จะเติบโตขึ้นมากถึง 38.4% และ 35.8% (แผนภาพ 27) จากจำนวนโครงการที่มากขึ้นเพราะเราคาดว่าเงินทุนที่ได้รับจาก IPO จะช่วยเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนและพนักงานของ BBIK ซึ่งจะส่งผลให้รายได้จากแต่ละหน่วยธุรกิจเพิ่มมากขึ้น อิงจากประมาณการเงินสดปี 2564 ที่ 513 ลบ. จึงอาจเห็น upside ต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2564-66 ของเราจากการซื้อกิจการใหม่

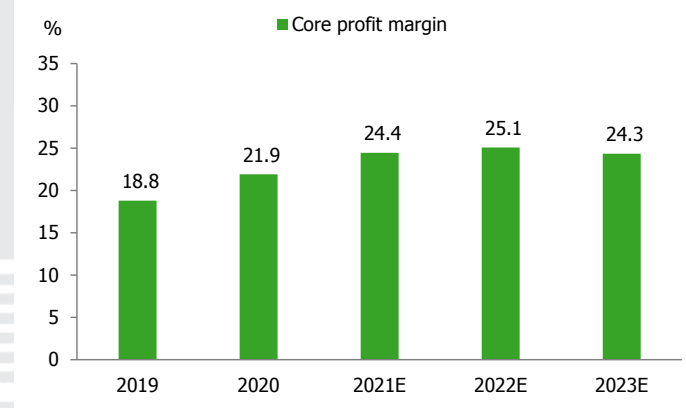
เราคาดว่าอัตรากำไรปกติปี 2564-66 จะอยู่ที่ 24.4%/25.1%/24.3% (แผนภาพ 28) สูงกว่าที่ 21.9% ในปี 2563 จากความประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้นเพราะเราคาดว่าค่าใช้จ่าย SG&A จะปรับเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้ากว่าประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในปี 2564-66 จะอยู่ที่ 35.1%/31.3%/31.4% (แผนภาพ 32) ลดลงจากสัดส่วนค่าใช้จ่ายในปี 2563 ที่ 37%

Fig 26 Core profit and growth



Source: Company data, KS Research

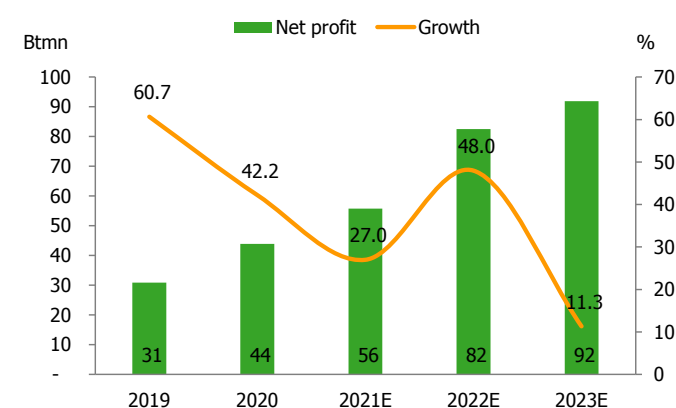
Fig 27 Core profit margin



Source: Company data, KS Research

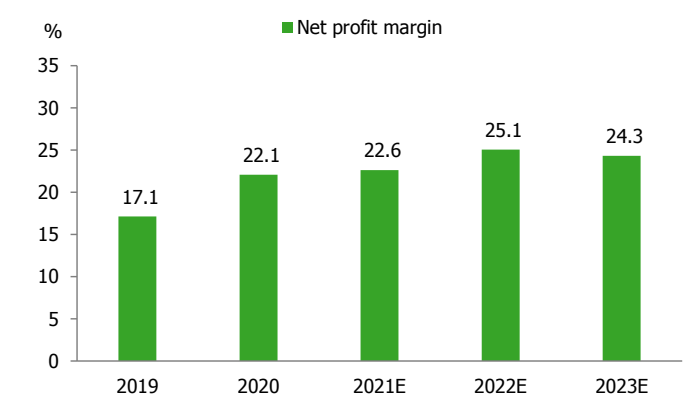
เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2564-66 จะอยู่ที่ 56 ลบ./82 ลบ./92 ลบ. หรือเติบโตขึ้น 27%/48%/11.3% ทั้งนี้ กำไรสุทธิที่ 56 ลบ. จะน้อยกว่าเมื่อเทียบกับประมาณการกำไรปกติของเราที่ 61 ลบ. ด้วยสาเหตุหลักจากประมาณการค่าใช้จ่ายครั้งเดียวจาก IPO ที่ 5 ลบ. ทั้งนี้ สมมติฐานของเราจะไม่มีการพิเศษที่อาจเกิดขึ้นระหว่างปี 2565-66

Fig 28 Net profit and growth



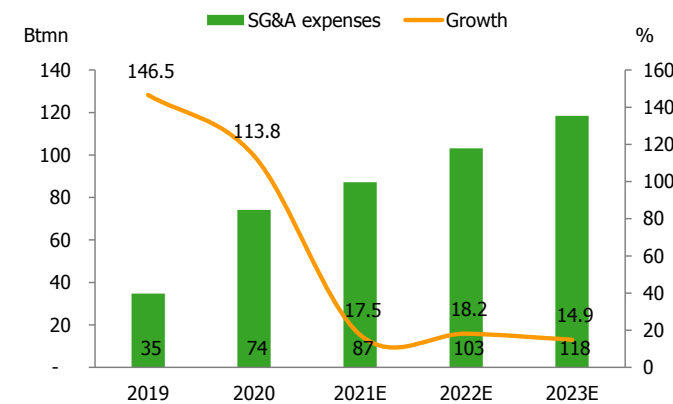
Source: Company data, KS Research

Fig 29 Net profit margin



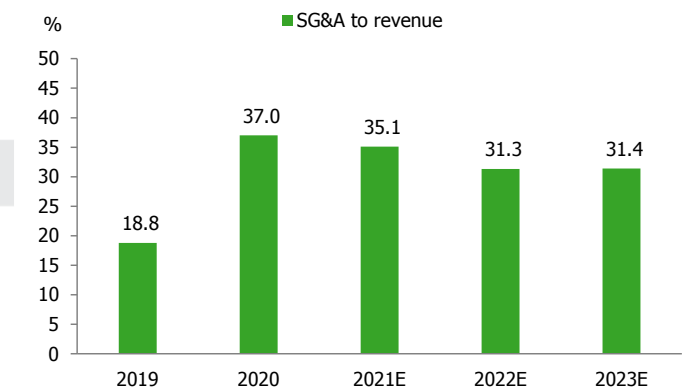
Source: Company data, KS Research

Fig 30 SG&A expense and growth



Source: Company data, KS Research

Fig 31 SG&A expense to revenue



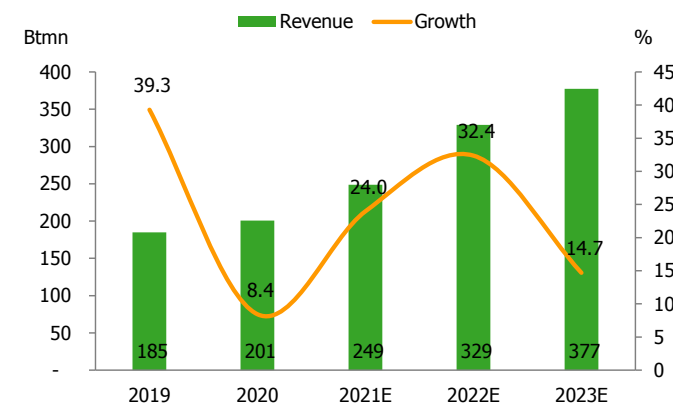
Source: Company data, KS Research

ทิศทางการเติบโตของรายได้สดใส

คาดการณ์รายได้มี CAGR ที่ 23.8%

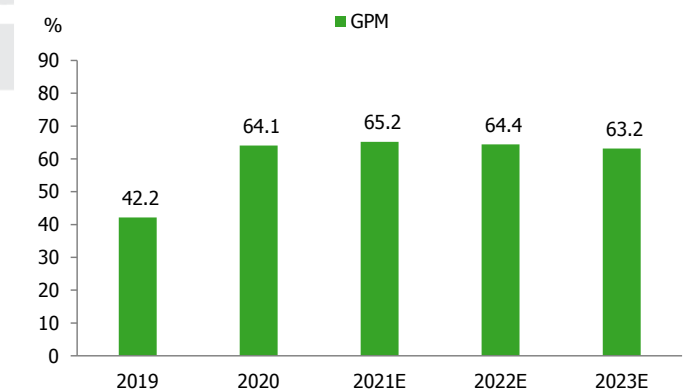
เราคาดว่ารายได้ปี 2564-66 จะอยู่ที่ 249 ลบ./329 ลบ./377 ลบ. หรือเติบโตขึ้น 24%/32.4%/14.7% หรือมี CAGR ที่ 23.5% (แผนภาพ 32) เราคาดว่า capacity จะเพิ่มขึ้นจากจำนวนพนักงานที่มากขึ้นและเงินทุนที่สูงขึ้นหลัง IPO ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนสมมติฐานอัตราเติบโตของรายได้ของเรา

Fig 32 Revenue and growth



Source: Company data, KS Research

Fig 33 Gross profit margin



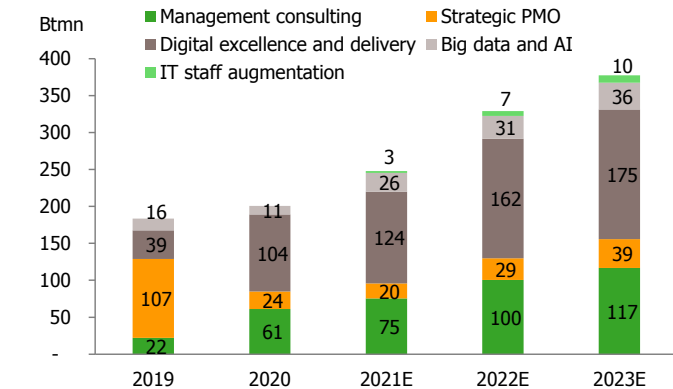
Source: Company data, KS Research

Digital excellence และ delivery จะเป็นแหล่งสร้างรายได้หลักอยู่ที่ 46% ในปี 2566

จากทั้ง 5 ธุรกิจหลักของ BBIK เราคาดว่าธุรกิจ digital excellence และ delivery จะเป็นธุรกิจที่สร้างรายได้มากที่สุด ในปี 2566 ตามมาด้วยธุรกิจ management consulting, strategic PMO, big data และ AI และ IT staff augmentation (แผนภาพ 34 และ 35) และจากตัวเลขรายได้ที่ 201 ลบ. ในปี 2563 แบ่งเป็นจากธุรกิจ digital excellence และ delivery ที่ 52% ขณะที่ธุรกิจ management consulting, strategic PMO, big data และ AI คิดเป็นสัดส่วนที่ 30% 12% และ 6% ตามลำดับ เราคาดว่าธุรกิจใหม่อย่าง IT staff augmentation จะคิดเป็นสัดส่วนที่ 1% ของรายได้รวมในปี 2564 และเพิ่มขึ้นเป็น 3% ในปี 2566 เราคาดว่าธุรกิจ management consulting และ digital delivery จะเป็นแหล่งสร้างรายได้หลักในปี 2564-66 จากอุปสงค์ digital transformation ที่เพิ่มขึ้นและคาดว่าจะรายได้จากธุรกิจ strategic PMO จะคิดเป็นสัดส่วนที่ 8% ของรายได้รวมในปี 2564 ลดลงจาก 12% ในปี 2563 เพราะพนักงานต้องมีการปรับตัวซึ่งกันและกันซึ่งเป็นสถานการณ์ที่ไม่สามารถทำได้ในช่วงวิกฤติโควิด-19

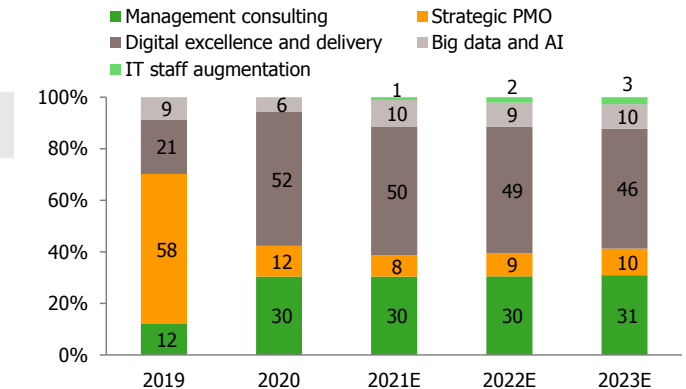


Fig 34 Revenue breakdown by business



Source: Company data, KS Research

Fig 35 Revenue breakdown by business (%)



Source: Company data, KS Research

งบดุลช่วยหนุนแผนขยายธุรกิจเชิงรุก

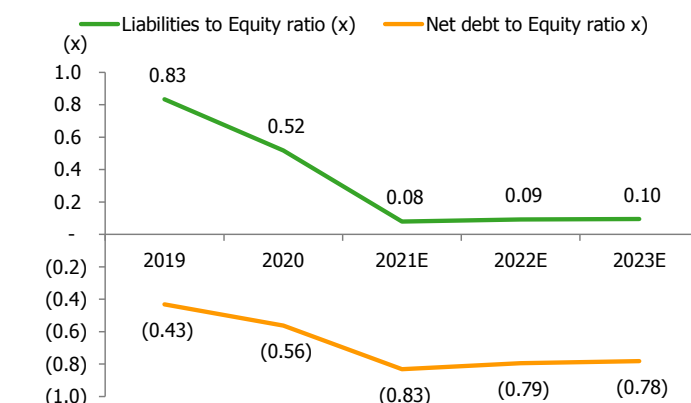
ยังเพิ่มการเติบโตจากภายนอกได้อีก

เราคาดว่าสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนระหว่างปี 2564-66 ของ BBIK จะยังติดลบอยู่ที่ 0.83 เท่า/0.79 เท่า/0.78 เท่า (แผนภาพ 37) ซึ่งสะท้อนถึงสถานะเงินสดสุทธิ ดังนั้น เราจึงคาดว่า BBIK จึงมีโอกาที่จะซื้อกิจการเพื่อเพิ่มการเติบโตจากภายนอกและขับเคลื่อน ROE ในระยะยาว

เห็น upside ต่อ DPS

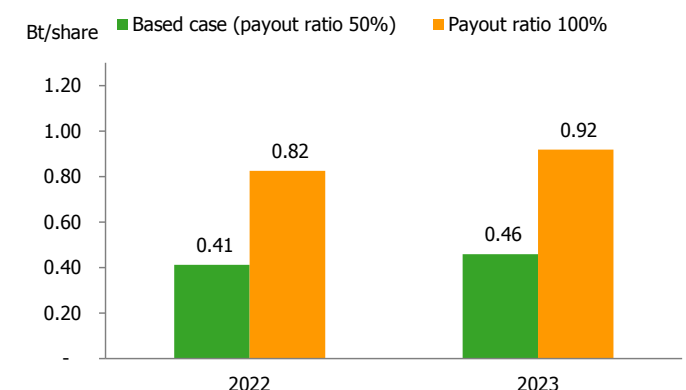
สมมติฐานพื้นฐานเรื่องเงินสดปันผลของเราอยู่ที่ 50% ซึ่งเป็นสัดส่วนการจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำจากหนังสือชี้ชวนของ BBIK เราคาดว่า DPS จะอยู่ที่ 0.41 บาท ในปี 2565 และ 0.46 บาท ในปี 2566 หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 2.3% และ 2.6% ตามลำดับ อิงจากสัดส่วนการจ่ายเงินปันผลที่ 100% ประมาณการ DPS ปี 2565/66 ของเราคาดว่าจะอยู่ที่ 0.82/0.92 บาท/หุ้น และคาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลจะอยู่ที่ 4.6% และ 5.1%

Fig 36 Solvency ratios



Source: Company data, KS Research

Fig 37 2022-23 DPS estimates



Source: Company data, KS Research

มูลค่าหุ้น

ประเมินราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ที่ 22.03 บาท

มูลค่ายุติธรรมอิงด้วยวิธี PER

เราคำนวณราคาเป้าหมายปลายปี 2565 ที่ 22.03 บาท โดยอิงจากวิธี PER ซึ่งคิดจากค่าเฉลี่ยกรอบล่างและกรอบบนของมูลค่ายุติธรรม (Fair Value)

- ▶ เราใช้ตัวคูณ PER ที่ 25.5 เท่า สำหรับตัวเลขกรอบล่างหรือเท่ากับ trailing PER ของคู่แข่งเฉลี่ยช่วง 5 ปีก่อนของตลาด (แผนภาพ 40) เราใช้ตัวคูณ PER ที่น้อยลงสำหรับ BBIK เพื่อเปรียบเทียบกับ PER เฉลี่ยปี 2565 ของคู่แข่งที่อยู่ 28 เท่า (แผนภาพ 39) เพราะเราคาดว่า ROE ปี 2565 ของ BBIK จะลดลงมาอยู่ที่ 13.5% เทียบกับระดับเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 25.6% เราคาดว่า ROE ของ BBIK จะปรับเพิ่มขึ้นหลังบริษัทฯ ใช้เงินสดในมือและแหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพื่อสร้างรายได้เพิ่มเติมซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น
- ▶ เราคำนวณมูลค่ายุติธรรมกรอบบนด้วย PER ที่ 27.9 เท่า หรือ PEG ที่ 1 เท่า สำหรับปี 2564-66 เพื่อสะท้อนประมาณการอัตราเติบโตของกำไรปกติที่ 32.9%/41.4%/11.3%

Fig 38 Fair value

Valuation

Low-range

2022 Core EPS (Bt)	0.82
PER Multiple (x)	25.50
Fair price (Bt)	21.04
Number of shares outstanding (mn)	100
Fair value (Btmn)	2,104

High-range

2022 Core EPS (Bt)	0.82
PER Multiple (x)	27.90
Fair price (Bt)	23.02
Number of shares outstanding (mn)	100
Fair value (Btmn)	2,302

Source: KS Research

Fig 39 Peer comparison

Stock	EPS growth (%)			PER (x)			P/BV (x)			EBITDA margin (%)			ROE (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	20	21E	22E	20	21E	22E	20	21E	22E
Local peers															
MFEC PCL *	0.0	n.a.	n.a.	12.5	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	9.0	n.a.	n.a.	13.1	n.a.	n.a.
Humanica PCL *	0.0	-51.7	30.4	18.1	37.5	28.8	5.6	5.3	4.9	35.6	33.6	35.1	13.5	14.0	16.7
I&I Group PCL *	n.a.	n.a.	30.0	n.a.	29.7	22.9	4.1	4.9	4.4	14.6	16.2	17.0	16.0	16.2	19.0
Netbay PCL *	0.0	67.3	8.5	50.4	30.1	27.8	10.6	10.4	10.2	44.1	46.7	47.9	32.4	35.0	36.1
Comanche International PCL *	0.0	n.a.	n.a.	10.6	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	5.2	n.a.	n.a.	-1.5	n.a.	n.a.
Simple average	0.0	7.8	23.0	22.9	32.4	26.5	4.7	6.9	6.5	21.7	32.1	33.4	14.7	21.7	23.9
International peers															
Accenture PLC *	0.0	33.7	11.7	48.6	36.3	32.5	11.9	10.5	9.3	20.3	18.7	18.9	32.5	31.3	30.5
Brightcom Group Ltd *	0.0	0.0	n.a.	4.1	4.1	n.a.	0.6	0.6	n.a.	29.3	30.3	n.a.	15.1	15.9	n.a.
Simple average	0.0	16.9	11.7	26.3	20.2	32.5	6.3	5.5	9.3	24.8	24.5	18.9	23.8	23.6	30.5
Total average	0.0	12.3	20.1	24.0	27.6	28.0	5.1	6.4	7.2	22.6	29.1	29.8	17.3	22.5	25.6

Source: Bloomberg, KS Research

Upside จากการใช้เงิน IPO

ประเมินมูลค่าส่วนเพิ่มเพิ่มของ BBIK ที่ 3.3-3.7 บาทต่อหุ้น

เราเล็งเห็นถึง Upside ต่อราคาเป้าหมายจากโอกาสในการลงทุนหลัง IPO ภายใต้สมมติฐานว่า BBIK จะใช้ 50% ของเงินที่ได้จาก IPO ไปใช้ในการปรับปรุงการปฏิบัติการภายใน เพิ่มกำลังคน และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ขณะที่เงินอีก 50% ที่เหลือจะนำไปลงทุนด้วยอัตราส่วน D/E ที่ 0.5x ซึ่งจะทำให้ BBIK สามารถลงทุนได้ถึง 338 ล้านบาท

เราประเมินมูลค่าเพิ่มของ BBIK ที่ 3.3-3.7 บาทต่อหุ้น โดยอิงตาม IRR ของโครงการที่ 10-12% ทั้งนี้ภายใต้สมมติฐานการลงทุนโดยใช้ WACC 9.2% และ terminal growth ที่ 3%

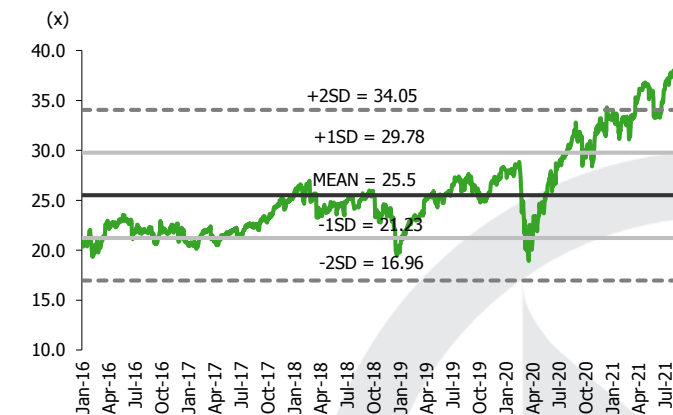
Fig 40 Potential upside to target price from IPO proceeds

Proceed from IPO	
Subscription price (Bt)	18
Total cash from IPO (Btmn)	450
Assumption	
Utilization of IPO preceed (Btmn)	
Improving internal operations	225
Increasing workforce	
Working capital	
Investment	225
Investment (Btmn)	
IPO proceed	225
Debt (0.5x)	113
Total investment	338
WACC	9.2%
Terminal growth	3.0%
Additional value based on projects IRR 10-12%	Bt3.3-3.7 per share

Source: KS Research

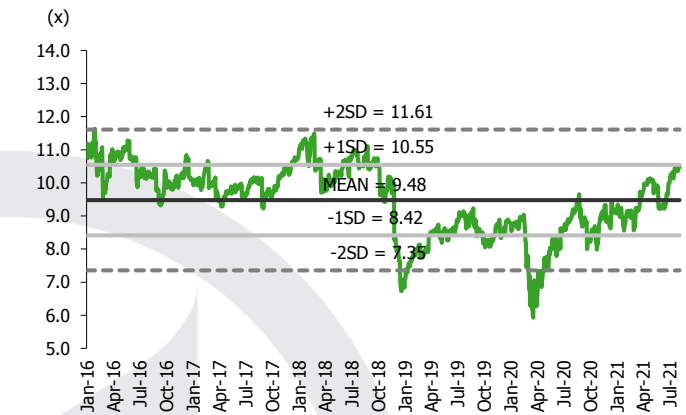


Fig 41 BBIK's peers: Five-year average trailing PER



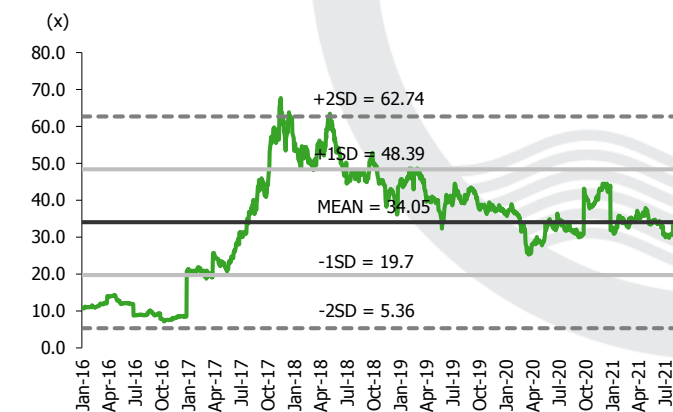
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 42 BBIK's peers: Five-year average trailing PBV



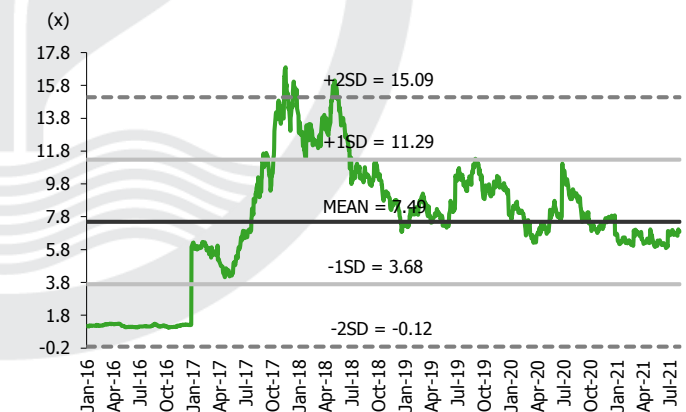
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 43 Local peers: Five-year average trailing PER



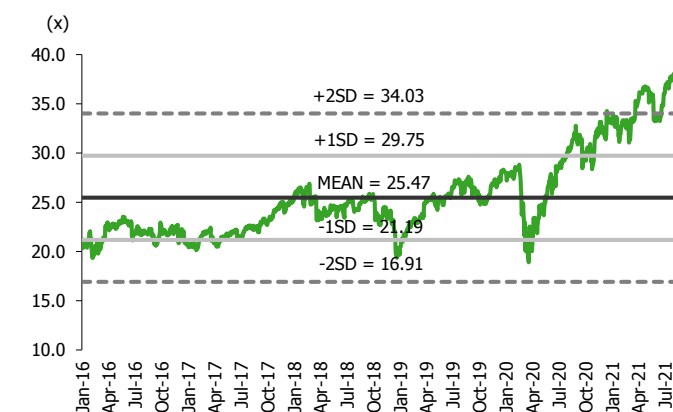
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 44 Local peers: Five-year average trailing PBV



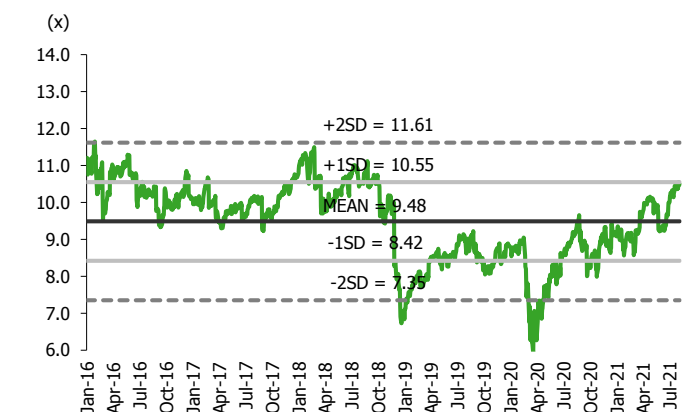
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 45 International peers: Five-year average trailing PER



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 46 International peers: Five-year average trailing PBV



Source: Bloomberg, KS Research

ปัจจัยเสี่ยง

ปัจจัยเสี่ยงหรือการกระจุกตัว

BBIK อาจประสบปัจจัยเสี่ยงเรื่องการกระจุกตัวเพราะกลุ่มลูกค้าหลักคิดเป็นสัดส่วนที่มากกว่า 30% ของรายได้รวม ทั้งนี้ กลุ่มลูกค้าหลักคิดเป็นสัดส่วนที่ 86%/64%/45% ของรายได้รวมของ BBIK ในปี 2561-63 ตามลำดับ หาก BBIK ไม่สามารถดำเนินธุรกิจกับกลุ่มลูกค้าหลักรวมถึงไม่สามารถหาลูกค้าใหม่ทดแทนได้ จะส่งผลกระทบต่อที่มีนัยสำคัญต่อการดำเนินงานของธุรกิจ สถานะการเงินและกำไรสุทธิ BBIK มีนโยบายจำกัดรายได้จากกลุ่มลูกค้าหลักให้ไม่สูงเกินกว่าที่ 50% ของรายได้รวมเพื่อใช้ทรัพยากรของบริษัทฯ ให้เกิดประโยชน์สูงสุด BBIK คาดว่าธุรกิจ IT staff augmentation จะเริ่มสร้างรายได้ในไตรมาส 3/2564 ซึ่งจะช่วยกระจายความเสี่ยงให้กับพอร์ตธุรกิจของบริษัทฯ

รายได้ที่ผันผวน

โดยปกติแล้ว ระยะเวลาให้บริการของแต่ละโครงการของ BBIK จะอยู่ที่ราว 3-6 เดือน ดังนั้น หากบริษัทฯ ไม่สามารถหาโครงการใหม่เพื่อทดแทนโครงการที่แล้วเสร็จได้ จะส่งผลให้รายได้ลดลง ขณะเดียวกัน หากโครงการต้องล่าช้าหรือถูกยกเลิก จะส่งผลกระทบต่อรายได้ของ BBIK เช่นกัน BBIK ตั้งเป้าลดปัจจัยเสี่ยงด้วยการรักษาคุณภาพของบริการเพื่อรักษารฐานลูกค้าปัจจุบันและมองหาลูกค้ารายใหม่ในหลายอุตสาหกรรมเพื่อบรรเทาผลกระทบหากแต่ละอุตสาหกรรมอยู่ในช่วงวัฏจักรขาลง นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมุ่งเน้นไปยังการสร้างรายได้ประจำเพื่อให้เป็นแหล่งรายได้ที่มีความต่อเนื่องและพึ่งพาได้ ทั้งนี้ BBIK รายงานยอด backlog ที่ 125 ลบ. ในช่วงสิ้นไตรมาส 1/2564

ปัจจัยเสี่ยงเรื่องสภาพคล่อง

ประเด็นเรื่องสภาพคล่องเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญของธุรกิจ consulting เพราะค่าใช้จ่ายรายการหลักคือค่าใช้จ่ายพนักงานซึ่งจ่ายเป็นรายเดือนขณะที่แหล่งรายได้หลักของ BBIK มาจากสัญญาบริการ BBIK เรียกเก็บรายได้บริการเมื่อปิดโครงการหรือบรรลุข้อตกลงแล้วเท่านั้นซึ่งอาจจะล่าช้าออกไปและส่งผลให้รายได้และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานไม่สัมพันธ์กัน ทั้งนี้ BBIK มี accounts receivable จากสัญญาบริการมูลค่ารวม 26 ลบ./83 ลบ./78 ลบ. ในปี 2561-63 BBIK รายงานสัดส่วนสภาพคล่องระหว่างปี 2561-63 ที่ 1.5 เท่า/2.2 เท่า/3.4 เท่า ตามลำดับ

การบริหารทรัพยากรบุคคล

ทรัพยากรบุคคลเป็นหนึ่งในปัจจัยที่สำคัญที่สุดในธุรกิจ consulting และ digital transformation เพราะต้องใช้ทักษะความชำนาญแต่มีทรัพยากรค่อนข้างจำกัด ดังนั้น บริษัทฯ จึงต้องมียุทธศาสตร์ที่เป็นรูปธรรมเพื่อรักษาทรัพยากรบุคคล เพราะจะส่งผลกระทบต่อคุณภาพในการให้บริการ นอกจากนี้ BBIK ยังคิดค้นกลยุทธ์ที่จะเก็บรักษาพนักงานไว้โดยจะมีการวิเคราะห์ความพึงพอใจของพนักงานและประเมินผลการทำงานเพื่อวิเคราะห์ career paths ให้พนักงาน อีกทั้ง BBIK ยังเตรียมที่จะติดตั้งโปรแกรม ESOP ให้กับพนักงานเพื่อเพิ่มความน่าดึงดูดใจและรักษาพนักงานที่มีความรู้ความสามารถให้ยังทำงานกับบริษัทฯ ในระยะยาว เราคาดว่าธุรกิจ IT staff augmentation จะเป็นอีกปัจจัยที่จะช่วยบรรเทาความเสี่ยงเรื่องปัญหาพนักงานไม่เพียงพอกับความต้องการ

การแข่งขัน

อุปทานบริการ IT ที่เพิ่มมากขึ้นจะส่งผล BBIK ประสบการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น อย่างไรก็ตาม BBIK ไม่คาดว่าจะเห็นการแข่งขันที่รุนแรงจากผู้เล่นในประเทศและทั่วโลกในกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย บริษัทฯ มุ่งเน้นไปยังโครงการ consulting และ IT service ขนาดกลางหรือใหญ่เท่านั้นซึ่งปฏิบัติตามมาตรฐานระดับโลกและมีข้อได้เปรียบในการกำหนดราคา

ประวัติบริษัทฯ

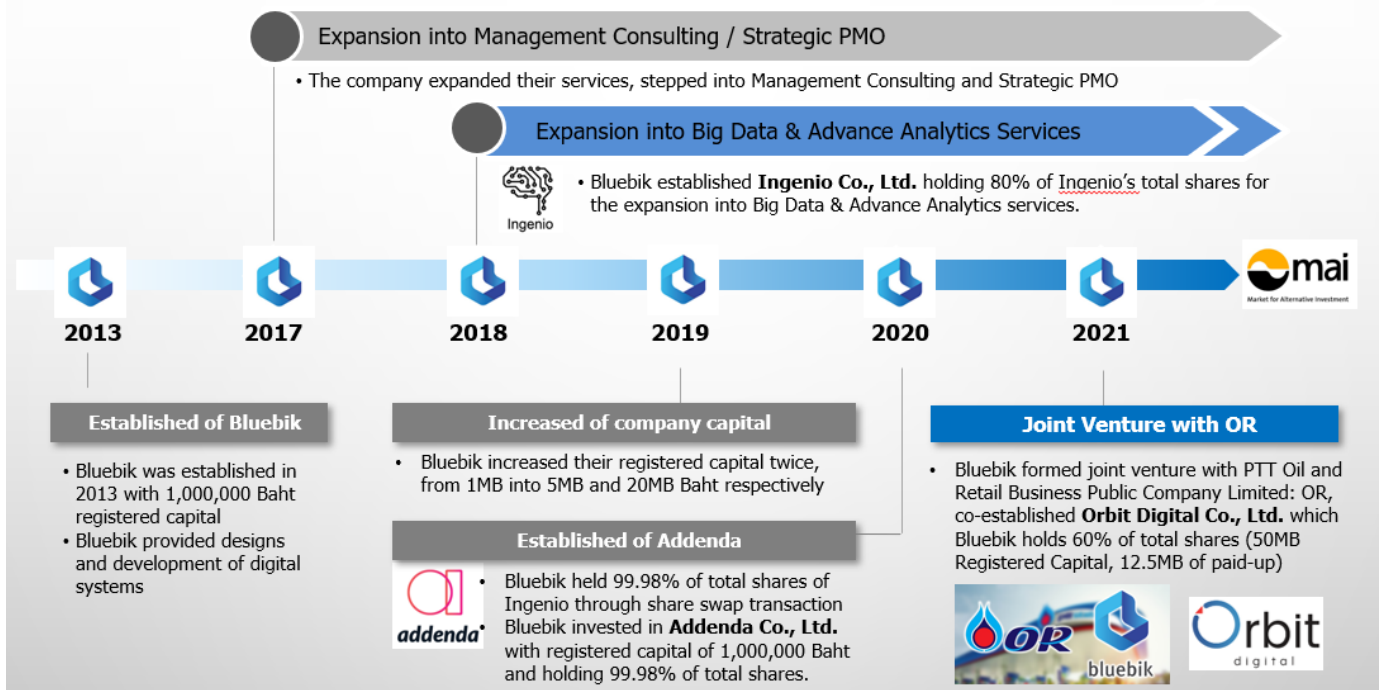
ประวัติความเป็นมา

BBIK เป็นบริษัทด้าน consulting ที่มุ่งเน้นไปยังด้าน digital transformation เพื่อเพิ่มขีดความสามารถของธุรกิจ โดยใช้ technological applications บริษัทฯ ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2556 ด้วยเงินทุนจดทะเบียนที่ 1 ลบ. ในฐานะที่เป็นผู้ให้บริการด้านการออกแบบและพัฒนาระบบดิจิทัล BBIK ต่อยอดธุรกิจในกลุ่ม management consulting และให้บริการด้าน strategic PMO services ในปี 2560 และขยายธุรกิจมาให้บริการด้าน big data & advanced analytic services ในปี 2561

ปัจจุบัน บริษัทฯ มุ่งเน้นไปยัง 4 กลุ่มธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) management consulting 2) strategic PMO service 3) digital excellence and delivery และ 4) big data and advanced analytics และคาดว่าจะธุรกิจใหม่อย่าง IT staff augmentation จะเริ่มสร้างรายได้ในไตรมาส 3/2564

- ⇒ **Management Consulting:** BBIK เพิ่มการเติบโตของธุรกิจกลุ่มนี้โดยให้ผู้เชี่ยวชาญในประเทศกับ consulting tools จากทั่วโลกมาร่วมกันประเมินปัจจัยและทิศทางกลยุทธ์ที่จะนำไปสู่ความสำเร็จ บริการด้าน management consulting มุ่งเน้นไปยังการแนะนำองค์กรในทุกขอบเขตของระบบการบริหารธุรกิจซึ่งรวมทั้งผลการดำเนินงานของธุรกิจ business strategy information กลยุทธ์ด้านการตลาดและสร้างแบรนด์สินค้า การวิเคราะห์การเข้าสู่ตลาด digital transformation digital marketing market sizing และการวิจัย
- ⇒ **Strategic PMO:** บริการด้าน strategic PMO ช่วยให้องค์กรสามารถประเมินและจัดลำดับความสำคัญในด้าน operational improvement initiatives อิงตามมูลค่าธุรกิจและความพร้อมขององค์กรและช่วยพัฒนาด้านโครงสร้างทางธุรกิจเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต
- ⇒ **Digital Excellence & Delivery:** บริการด้าน digital excellence & delivery ของ BBIK ให้บริการด้าน end-to-end tailor-made IT consulting ตั้งแต่แรกเริ่มรวมทั้งจัดหา battle-tested digital solutions เพื่อปรับเปลี่ยนรูปแบบการทำงานของธุรกิจ
- ⇒ **Big Data & Advanced Analytics:** บริษัทฯ มีทีมวิศวกรและนักวิทยาศาสตร์ที่มีความรู้ความชำนาญเพื่อร่วมสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านข้อมูลที่มีความปลอดภัยมากขึ้นรวมทั้งวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อเพิ่มมูลค่าและให้ความรู้เชิงลึกเกี่ยวกับธุรกิจเพื่อให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพสูงสุด

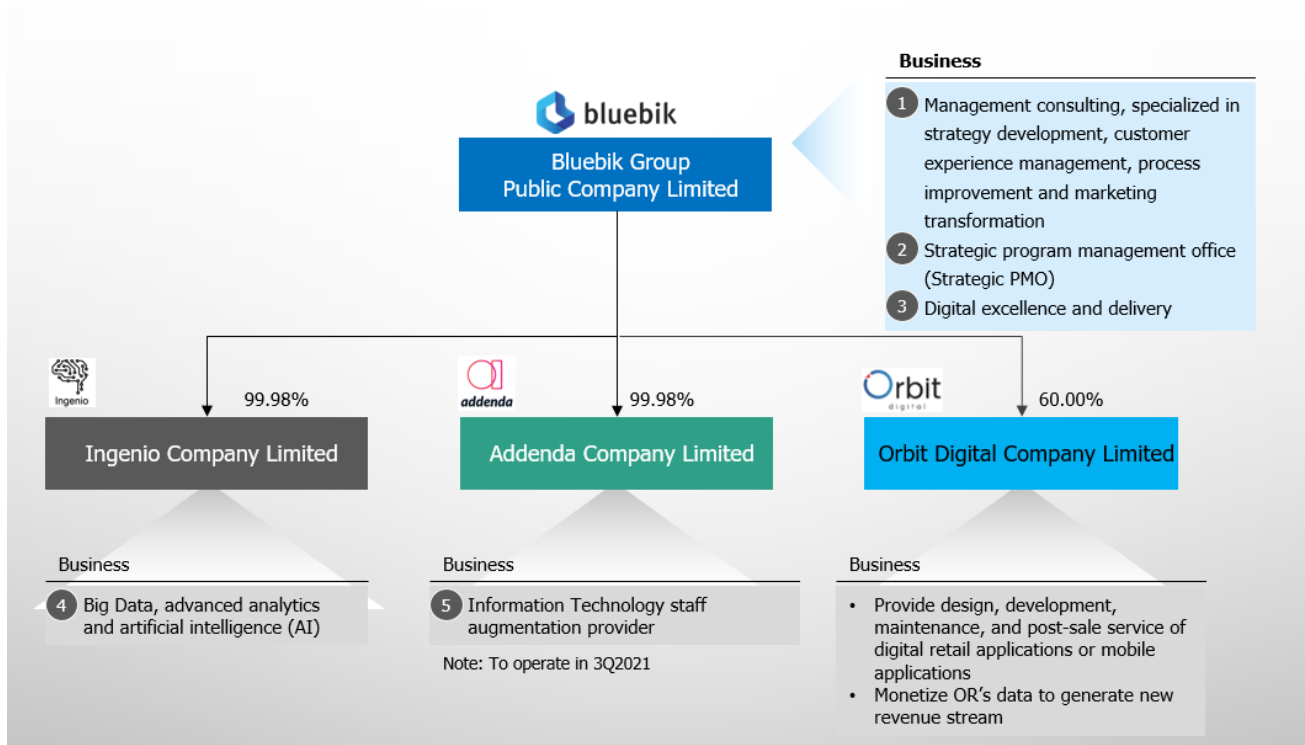
Fig 47 Company Milestones



Source: Company data, KS Research



Fig 48 Company structure



Source: Company data, KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	185	201	249	329	377
Cost of sales and services	-107	-72	-87	-117	-139
Gross Profit	78	129	162	212	238
SG&A	-35	-74	-87	-103	-118
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	40	55	72	116	129
EBITDA	45	57	79	116	130
Interest expense	-0	-0	-0	-0	-1
Equity earnings	0	0	2	6	8
EBT	40	54	72	115	128
Income tax	-8	-10	-15	-23	-26
NPAT	32	44	56	92	103
Minority Interest	-1	-0	-1	-10	-11
Core Profit	35	44	61	82	92
Extraordinary items	-6	0	-5	0	0
FX gain (loss)	2	0	0	0	0
Reported net profit	31	44	56	82	92

Balance Sheet (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash & equivalents	16	62	468	490	530
ST investments	12	8	8	8	8
Accounts receivable	60	50	82	108	124
Inventories	0	1	1	2	2
Other current assets	26	30	40	53	60
Total current assets	115	152	599	661	725
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	5	6	10	11	13
Other assets	1	10	11	16	19
Total assets	121	167	620	688	757
Short-term debt	0	1	1	1	1
Accounts payable	31	33	21	29	34
Other current liabilities	21	11	14	17	19
Total current liabilities	52	45	36	47	54
Long-term debt	0	7	8	9	11
Other liabilities	3	5	5	5	5
Total liabilities	55	57	49	62	70
Paid-up capital	20	20	50	50	50
Share premium	0	0	438	438	438
Reserves & others, net	13	14	17	21	26
Retained earnings	32	75	66	107	153
Minority interests	2	0	1	10	21
Total shareholders' equity	66	110	571	626	688
Total equity & liabilities	121	167	620	688	757

Key Assumptions

Revenue breakdown (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Management consulting	22	61	75	100	117
Strategic PMO	107	24	20	29	39
Digital excellence and delivery	39	104	124	162	175
Big data and AI	16	11	26	31	36
IT staff augmentation	0	0	3	7	10

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	32	44	56	92	103
Depreciation & amortization	1	3	4	7	10
Change in working capital	-35	-5	-50	-29	-17
Others	10	3	426	-81	-9
CF from operation activities	8	45	437	-11	86
Capital expenditure	-1	-2	-7	-5	-7
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	-2	4	-1	1	-3
CF from investing activities	-4	1	-8	-4	-11
Cash dividend	-20	0	0	-15	-41
Net proceeds from debt	17	-1	1	1	1
Capital raising	19	0	0	0	0
Others	-19	0	-24	51	5
CF from financing activities	-3	-1	-23	37	-36
Net change in cash	2	45	406	22	40

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Reported EPS	0.77	1.08	0.56	0.82	0.92
Core EPS	0.87	1.08	0.61	0.82	0.92
DPS	0.00	0.00	0.15	0.41	0.46
BV	1.61	2.70	5.70	6.16	6.66
EV	17.33	16.48	13.34	13.23	12.94
Free Cash Flow	0.18	1.05	4.30	-0.15	0.79
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	n.a.	n.a.	32.29	21.82	19.60
Core P/E (x)	n.a.	n.a.	29.63	21.82	19.60
P/BV (x)	n.a.	n.a.	3.16	2.92	2.70
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	16.87	11.42	9.96
Price/Cash flow (x)	n.a.	n.a.	4.12	-170.32	20.86
Dividend yield (%)	n.a.	n.a.	0.84	2.29	2.55
Profitability ratios					
Gross margin (%)	42.16	64.09	65.20	64.45	63.16
EBITDA margin (%)	24.32	28.62	31.81	35.20	34.41
EBIT margin (%)	21.54	27.22	28.98	35.20	34.17
Net profit margin (%)	17.15	22.08	22.64	25.07	24.34
ROA (%)	34.71	30.75	14.30	14.12	14.23
ROE (%)	67.87	50.35	16.39	13.91	14.33
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	2.20	3.37	16.73	14.00	13.41
Quick ratio (x)	1.70	2.68	15.58	12.85	12.25
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.83	0.52	0.09	0.10	0.10
Net debt/EBITDA (x)	-0.63	n.m.	n.m.	-4.21	-4.06
Net debt/equity (x)	-0.43	-0.56	-0.82	-0.78	-0.77
Int. coverage ratio (x)	449.73	128.31	172.82	249.45	251.92
Growth					
Revenue (%)	39.31	8.43	23.98	32.38	14.69
EBITDA (%)	93.30	27.58	37.80	n.m.	12.12
Reported net profit (%)	60.65	42.21	26.99	47.97	11.34
Reported EPS (%)	-91.97	39.37	-48.17	47.97	11.34
Core profit (%)	90.83	26.32	38.38	35.79	11.34
Core EPS (%)	-90.46	23.79	-43.52	35.79	11.34

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTGTC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.