

NAT ABSOLUTE TECHNOLOGIES

THAILAND / ICT

NAT TB

ผู้ประกอบการ SI ที่กำลังเติบโต

- NAT ประกอบธุรกิจบริการให้คำปรึกษา ออกแบบ จัดหา จำหน่ายอุปกรณ์พร้อมติดตั้ง และรับเหมาวางระบบที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 โตสูงเฉลี่ย 34.1% CAGR
- ประเมินมูลค่าหุ้น โดยอิง PE 15 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 8.70 บาท

TARGET PRICE
IPO PRICE

THB8.70
THB5.40

ผู้ประกอบการ SI (System integrator) ที่กำลังเติบโต

NAT ประกอบธุรกิจบริการให้คำปรึกษา ออกแบบ จัดหา จำหน่ายอุปกรณ์พร้อมติดตั้ง และรับเหมาวางระบบที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information and Communication Technology System Integration: ICT) และให้บริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการให้บริการรับเหมาวางระบบโซลูชันด้านเทคโนโลยีสารสนเทศให้กับลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชนขนาดกลางและขนาดใหญ่

มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจ และเป็น Titanium partner กับ Dell Technologies

จุดแข็งของ NAT คือทีมงานที่มีประสบการณ์ในธุรกิจกว่า 19 ปี มีความรู้ ประสบการณ์ และความเชี่ยวชาญในด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารในการให้คำปรึกษา มีความรู้ ความเข้าใจ และความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ ก่อนนำเสนอให้กับลูกค้า ซึ่งทำให้บริษัทได้รับความไว้วางใจให้เป็นพันธมิตรทางธุรกิจในระดับสูงสุดคือ Titanium partner ของ Dell Technologies ซึ่งมีเพียง 5 รายในประเทศไทย (รวม NAT) รวมถึงเป็น partner กับเจ้าของผลิตภัณฑ์รายอื่น บริษัทจึงได้เปรียบในด้านการแข่งขัน มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ ส่งผลให้บริษัทสามารถขยายฐานลูกค้าได้อย่างต่อเนื่อง

คาดการณ์ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2023-25) เติบโตเฉลี่ย 34.1% CAGR

ผลประกอบการของ NAT ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) เติบโตเป็นลำดับตามการขยายธุรกิจและฐานลูกค้า โดยรายได้เพิ่มเฉลี่ย 49.4% CAGR กำไรสุทธิโตเฉลี่ย 33.1% CAGR สำหรับกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2023-2025) เราประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 34.1% CAGR จากการเพิ่มขึ้นของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นตาม Product mix และการมีลูกค้าภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้นภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักในวงกว้างมากขึ้น และเม็ดเงินที่ได้จากการเพิ่มทุน IPO ทำให้ฐานทุนมีขนาดใหญ่ขึ้น สามารถรับงานที่มีขนาดใหญ่ขึ้นได้

ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 8.70 บาท อิง PE 15.0 เท่า

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NAT โดยอิง PE Multiplier ที่ 15.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ย 2024 PE ของบริษัทในต่างประเทศที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน และหากเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนในไทยที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน มีค่าเฉลี่ยของ PE ในช่วงปี 2016-2022 ที่ระดับ 13.9-14.1 เท่า บนประมาณการ EPS ของ NAT ที่ 0.58 บาทต่อหุ้น ในปี 2024 จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานที่ 8.70 บาทต่อหุ้น

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,090	1,534	2,189	2,481
Net profit	101	122	191	219
EPS (THB)	2.52	0.52	0.58	0.67
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	132	157	245	280
Recurring net profit	101	122	191	219
Core EPS (THB)	2.52	0.52	0.58	0.67
EPS growth (%)	64.9	(79.5)	13.0	14.6

Core P/E (x)	2.1	10.5	9.3	8.1
Dividend yield (%)	-	3.8	4.3	4.9
EV/EBITDA (x)	0.1	7.0	5.6	4.9
Price/book (x)	2.0	6.1	3.8	3.6
Net debt/Equity (%)	(188.1)	(88.1)	(82.7)	(77.6)
ROE (%)	117.6	77.4	56.2	45.3

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

NAT's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	236 ล้านหุ้น
Share offering	92.0 ล้านหุ้น คิดเป็น 28% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ และใช้ในการว่าจ้างบุคลากรเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มโอกาสในการขยายฐานลูกค้าในอนาคต
Financial advisor	Asset Pro Management Company Limited
Lead Underwriter	Finansia Syrus Securities PLC.

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS A LEAD UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF NAT ABSOLUTE TECHNOLOGIES PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF NAT'S BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY ASSET PRO MANAGEMENT COMPANY LIMITED.



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ 3

 โครงสร้างรายได้..... 3

ผลการดำเนินงานในอดีต 7

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ 9

ประเมินมูลค่าเหมาะสม 11

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล 12

ปัจจัยความเสี่ยง 13

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เนท แอปโซลูท เทคโนโลยีส์ จำกัด (มหาชน) หรือ NAT ก่อตั้งในเดือน มิ.ย. 2004 ด้วยทุนจดทะเบียน 1.0 ล้านบาทโดยมีคุณสุธี อภิชนัตนกร และคุณสหัทธน์ ตรีเมธสุนทร เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ เพื่อจำหน่ายเครื่องคอมพิวเตอร์และอุปกรณ์คอมพิวเตอร์ และให้บริการเป็นที่ปรึกษาและให้คำแนะนำเกี่ยวกับระบบเน็ตเวิร์ค ระบบ LAN และระบบคอมพิวเตอร์รวมถึงการบำรุงรักษา บริษัทได้พัฒนาองค์กรและขยายกิจการเป็นลำดับเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี จนปัจจุบัน NAT ให้บริการให้คำปรึกษา ออกแบบ จัดหา จำหน่ายอุปกรณ์พร้อมติดตั้ง และรับเหมาวางระบบที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information and Communication Technology System Integration: ICT) และให้บริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการให้บริการรับเหมาวางระบบโซลูชันด้านเทคโนโลยีสารสนเทศให้กับลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชน

โครงสร้างรายได้

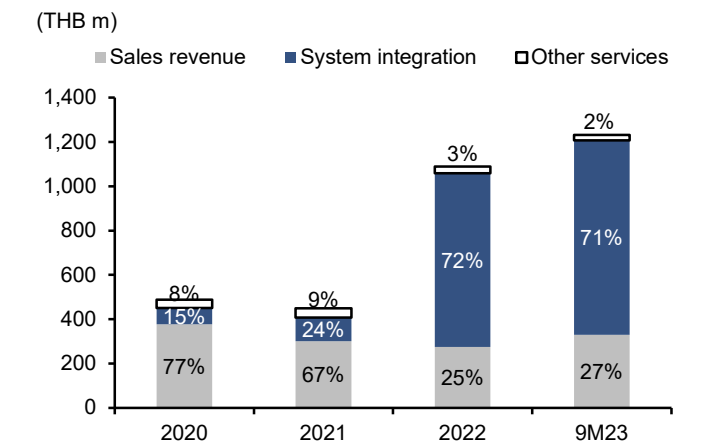
รายได้ของ NAT แบ่งออกเป็น 3 ประเภทได้แก่

1. รายได้จากการขายเป็นรายได้ที่เกิดจากการจำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร เช่น Server, Storage, เครื่องคอมพิวเตอร์, โน้ตบุ๊ก, อุปกรณ์ต่อพ่วงต่างๆ เป็นต้น
2. รายได้จากให้บริการรับเหมาวางระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (ICT System Integration) เช่น งานระบบการรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cyber Security Solution) งานระบบเครือข่ายโครงสร้างพื้นฐาน (Network Infrastructure Solution) งานด้านระบบคลาวด์ (Cloud Solution) งานระบบศูนย์ข้อมูล (Data Center Solution) เป็นต้น รวมถึงการให้บริการจ้างเหมาบำรุงรักษาระบบซึ่งครอบคลุมการให้บริการต่ออายุ License และให้บริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับระบบ ICT เช่น ให้บริการเจ้าหน้าที่ด้านไอที ให้บริการงานด้านระบบภายในอาคาร และให้บริการเดินสายเน็ตเวิร์ค เป็นต้น
3. รายได้จากให้บริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ได้แก่ ให้บริการเจ้าหน้าที่ด้านไอที (IT Outsourcing) ให้บริการเดินสายระบบเน็ตเวิร์ค ให้บริการงานด้านระบบภายในอาคาร และให้บริการเช่าฟิสิคัลเซิร์ฟเวอร์ เครื่องถ่ายเอกสาร เป็นต้น

รายได้หลักกว่า 90% ของบริษัทมาจากการขายและบริการรับเหมาวางระบบ โดยสัดส่วนรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) แบ่งเป็นรายได้จากการขาย 77%, 67%, 25% ตามลำดับ ขณะที่รายได้จากงานรับเหมาวางระบบมีสัดส่วน 15%, 24%, 72% ตามลำดับ ส่วนรายได้จากการให้บริการอื่นๆ มีสัดส่วน 8%, 9%, 2.9% ตามลำดับ

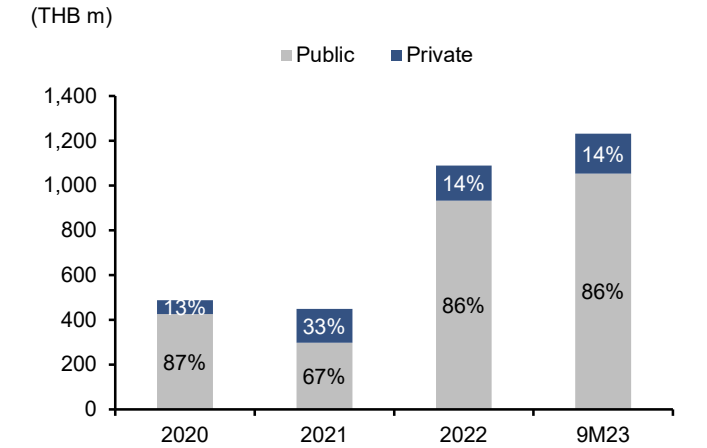
ลูกค้าของบริษัทเป็นลูกค้าภาครัฐและภาคเอกชน กลุ่มลูกค้าภาครัฐประกอบด้วยกลุ่มธุรกิจโทรคมนาคม และกลุ่มหน่วยงานภาครัฐอื่นๆ กลุ่มลูกค้าภาคเอกชนได้แก่ลูกค้าขนาดกลางและขนาดใหญ่ เช่น กลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน กลุ่มอุตสาหกรรมโทรคมนาคม เป็นต้น ในปี 2020-2022 สัดส่วนรายได้ประมาณ 60%-90% มาจากกลุ่มลูกค้าภาครัฐ ส่วนภาคเอกชนมีสัดส่วน 10%-40% บริษัทมีแผนที่จะขยายฐานลูกค้าให้มากขึ้นทั้งภาครัฐและภาคเอกชน

Exhibit 1: Revenue breakdown by product and service



Sources: NAT, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue breakdown by customer type

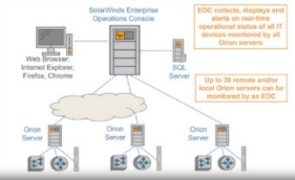


Sources: NAT, FSSIA's compilation

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเลือกใช้สำหรับงาน IT Infrastructure Solution

ผลิตภัณฑ์	ตราผลิตภัณฑ์	รูปผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติ
เซิร์ฟเวอร์ (Server)	DELL EMC		เครื่องคอมพิวเตอร์แม่ข่าย
สตอเรจ (Storage)			ระบบจัดเก็บข้อมูล ใช้สำหรับเก็บข้อมูลภายในองค์กร แอปพลิเคชัน(Application) หรือให้บริการการจัดเก็บข้อมูลกับองค์กรภายนอก
โน้ตบุ๊ก คอมพิวเตอร์ และอุปกรณ์ ต่อพ่วงต่าง ๆ	Jabra Lenovo RICOH FUJIFILM ASUS[®] msi SAMSUNG    		อุปกรณ์เวิร์คสเตชัน

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเลือกใช้สำหรับงาน **Network Infrastructure Solution**

ผลิตภัณฑ์	ตราผลิตภัณฑ์	รูปผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติ
เราเตอร์ (Router)			เป็นอุปกรณ์ที่ใช้หาเส้นทาง และส่งข้อมูลระหว่างเครือข่ายคอมพิวเตอร์ไปยังเครือข่ายปลายทางที่ต้องการ
สวิตช์ (Switch)			เป็นอุปกรณ์ที่ใช้เชื่อมต่ออุปกรณ์คอมพิวเตอร์ภายในองค์กร
แอคเซสพอยต์ (Access Point)			เป็นอุปกรณ์ที่ใช้หาเส้นทาง และส่งข้อมูลระหว่างเครือข่ายคอมพิวเตอร์ไปยังเครือข่ายปลายทางที่ต้องการ
DWDM			เป็นระบบอุปกรณ์ที่ใช้ รับ-ส่ง ข้อมูลความเร็วสูง ข้ามภูมิภาค ผ่านสายไฟเบอร์ออฟติก
OLT			อุปกรณ์ต้นทางที่ใช้ให้บริการสัญญาณอินเทอร์เน็ตตามบ้านผ่านสายไฟเบอร์ออฟติก (ติดตั้งอยู่ตามเสาไฟฟ้าริมฟุตบาท ชุมสาย)
ONT/ONU			อุปกรณ์ปลายทางที่ให้บริการสัญญาณอินเทอร์เน็ตตามบ้านผ่านสายไฟเบอร์ออฟติก (ติดตั้งในบ้านลูกค้า)
Network Monitoring System			ซอฟต์แวร์ระบบเฝ้าระวังเครือข่าย ใช้สำหรับเฝ้าระวังเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในเครือข่าย และแจ้งเตือนไปยังผู้ดูแลระบบ

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเลือกใช้สำหรับงาน Cloud Solution

ผลิตภัณฑ์	ตราผลิตภัณฑ์	รูปผลิตภัณฑ์	คุณสมบัติ
Hyper Converged Infrastructure (HCI) - VxRail			เป็นระบบที่ใช้เทคโนโลยี Software-Defined Data Center ในการสร้างระบบ Server เสมือน (VM) ระบบ Storage เสมือน ระบบ Network เสมือน และมีการบริหารจัดการกลางจากส่วนกลาง เพื่อรองรับการใช้งานในรูปแบบใน Data Center
สตอเรจ (Storage)			ระบบจัดเก็บข้อมูล ใช้สำหรับเก็บข้อมูลภายในองค์กร, แอปพลิเคชัน (Application) หรือให้บริการการจัดเก็บข้อมูลกับองค์กรภายนอก
Data Protection and Backup			ระบบสำรองข้อมูล และปกป้องข้อมูล ใช้สำหรับสำรองข้อมูลภายใน หรือให้บริการกับองค์กรภายนอก เพื่อป้องกันการสูญหาย หรือเสียหายของข้อมูลใน Production สามารถกู้คืนข้อมูลจากระบบสำรองข้อมูลเพื่อนำข้อมูลมาใช้งานใน Production ได้อย่างต่อเนื่อง
VMware Cloud Foundation (VCF)			ซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มที่ใช้บริหารจัดการ ไม่ว่าจะเป็นการจัดการการประมวลผล (Compute) การจัดเก็บข้อมูล (Storage) และระบบเครือข่าย (Network) ให้สามารถทำงานแบบอัตโนมัติ เพื่อให้บริการ Public Cloud และ Private Cloud และช่วยให้การทำงานแบบ Hybrid Multi Cloud

ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการของ NAT ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) เติบโตเป็นลำดับตามการขยายธุรกิจและฐานลูกค้า โดยรายได้เพิ่มขึ้นจาก 487.9 ล้านบาทในปี 2020 เป็น 1,089.6 ล้านบาทในปี 2022 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 49.4% CAGR การเติบโตส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มงานรับเหมาวางระบบโดยเฉพาะปี 2022 บริษัทได้รับรายได้จากโครงการใหม่ 27 โครงการจากการเข้าประมูลงานภาครัฐซึ่งส่วนใหญ่เป็นงานประเภท IT Infrastructure Solution, Cyber Security Solution, Cloud Solution ในขณะที่รายได้จากการขายอุปกรณ์ปรับลงต่อเนื่องในช่วงปี 2020-2022 เป็นผลกระทบมาจาก Covid-19 ที่ทำให้การจัดซื้อจัดจ้าง การส่งมอบและติดตั้งสินค้า ไม่เป็นไปตามปกติ

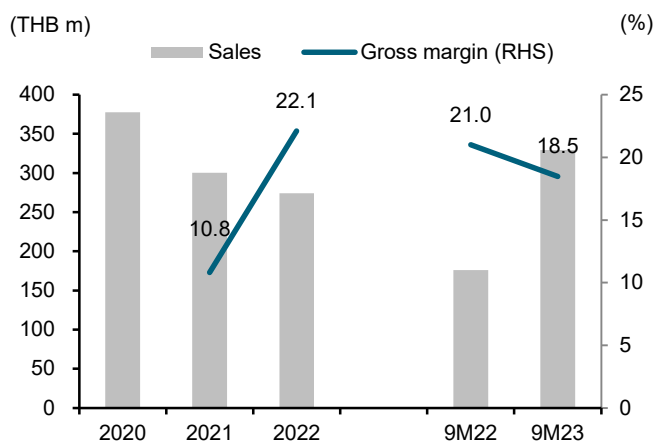
อัตรากำไรขั้นต้นในช่วงปี 2020-2022 ขึ้นลงอยู่ในช่วง 13%-17% ขึ้นอยู่กับส่วนผสมของรายได้ในแต่ละปี โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 15.4% ทั้งนี้ อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2021 ที่ปรับลงไปเหลือเพียง 13.3% เพราะถูกกระทบจากปัญหาการขาดแคลนเซมิคอนดักเตอร์อันเป็นผลมาจาก Covid-19 ที่กระทบ supply chain รวมถึงต้นทุนค่าขนส่งปรับสูงขึ้น

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารควบคุมได้เป็นอย่างดีโดยมีสัดส่วน 3%-6% ของรายได้รวม ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับพนักงาน เงินเดือน โบนัส ค่าคอมมิชชั่น ค่าการตลาด เป็นต้น

กำไรสุทธิในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาเติบโตเฉลี่ย 33.1% CAGR เป็นอัตราต่ำกว่าการขยายตัวของรายได้ โดยในปี 2021 กำไรสุทธิของบริษัทลดลง 53.0% y-y เป็น 26.7 ล้านบาทจาก 56.8 ล้านบาทในปี 2020 จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง รายได้ในส่วนของโครงการภาครัฐลดลง อันเป็นผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ Covid-19

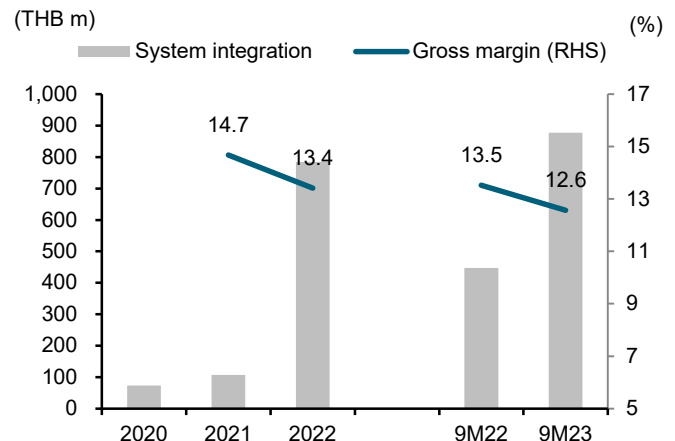
สำหรับผลประกอบการงวด 9M23 รายได้ของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นถึง 90.7% y-y จากงานรับเหมาวางระบบซึ่งเป็นงานที่ต่อเนื่องมาจากปีก่อนหน้า อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 14.3% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาเล็กน้อยเป็นผลมาจาก Product mix ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 69.4% y-y จากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์ ค่าที่ปรึกษาในการช่วยจัดหาลูกค้า และจำนวนพนักงานฝ่ายขายเพิ่มขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิงวด 9M23 อยู่ที่ 97.5 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 71.6% y-y

Exhibit 3: Sales and gross margin



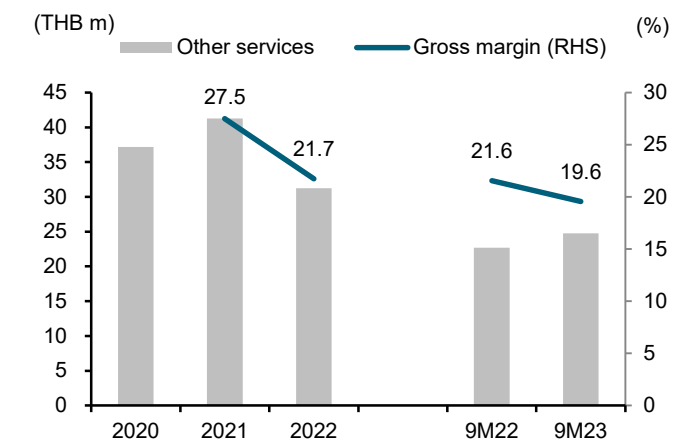
Sources: NAT, FSSIA's compilation

Exhibit 4: System integration and gross margin



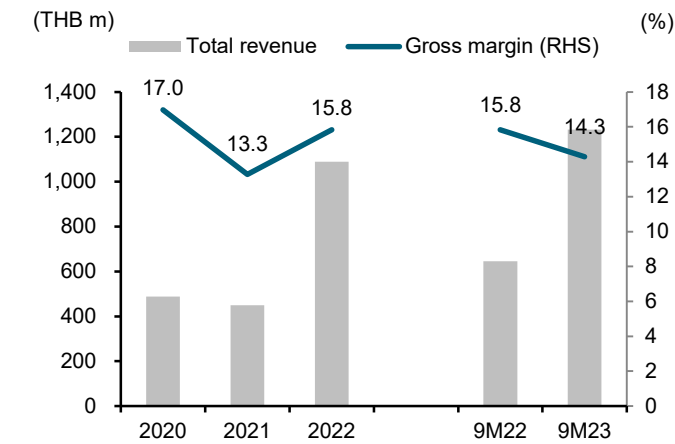
Sources: NAT, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Other services and gross margin



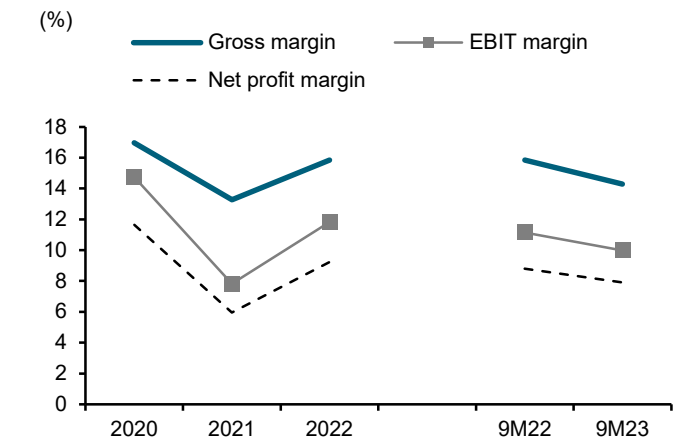
Sources: NAT, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Total revenue and gross margin



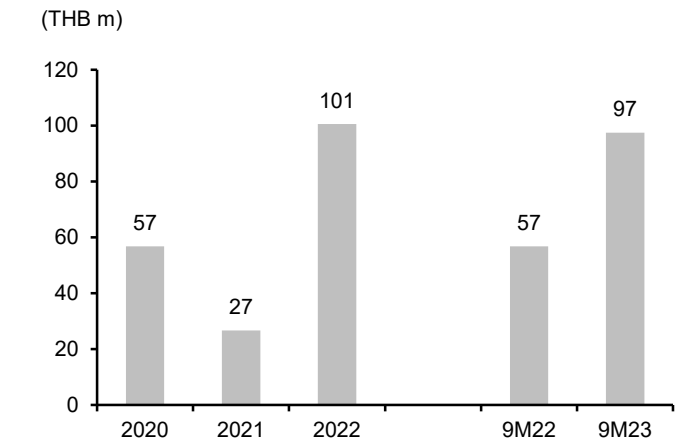
Sources: NAT, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Margins



Sources: NAT, FSSIA's compilation

Exhibit 8: Net profit



Sources: NAT, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลกระทบ

ทีมงานมีความเชี่ยวชาญด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ

NAT มีประสบการณ์ในธุรกิจกว่า 19 ปี มีทีมงานวิศวกรที่มีความรู้ ประสบการณ์ และความเชี่ยวชาญใน ด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารในการให้คำปรึกษา บริษัทให้ความสำคัญกับการคัดสรร พนักงาน และพัฒนาบุคลากรให้มีความรอบรู้และเชี่ยวชาญด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ ผลลัพธ์ที่ บริษัทจัดทำหน่วยและให้บริการบางผลิตภัณฑ์ ทีมงานต้องได้รับใบรับรองความรู้ ความเข้าใจ และความ เชี่ยวชาญเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ ก่อนนำเสนอให้กับลูกค้า เช่น ผลิตภัณฑ์ของ Dell Technologies ทีมงาน จะต้องได้รับใบรับรอง Data Center Portfolio, Server, Data Protection Curriculum ซึ่งเป็นใบรับรอง (Certified) ขั้นต่ำที่ทีมงานต้องสอบเพื่อรักษาระดับพันธมิตรในระดับสูงสุด (Titanium Partner) และ DCA-ISM (Information Storage and Management) กับ DCS-TA (Midrange Storage Solutions) และ ทีมงานต้องสอบให้ผ่าน จึงจะสามารถขยายผลิตภัณฑ์นั้นๆ ได้

ได้เปรียบในด้านการแข่งขันจากการเป็นพันธมิตรในระดับสูงสุดของ Dell

NAT ได้รับความไว้วางใจให้เป็นพันธมิตรทางธุรกิจ (Partner) ในการขายผลิตภัณฑ์และอุปกรณ์ และ การให้บริการด้าน Solution partner กับ Dell Technologies ซึ่งเป็นเจ้าของผลิตภัณฑ์ฮาร์ดแวร์ในระบบ IT Infrastructure ระดับสากล ภายใต้ตราสินค้า “Dell” และ “Dell EMC” ตั้งแต่ปี 2019 โดยเริ่มจากการ เป็นพันธมิตรในระดับเริ่มต้น หรือ Gold partner และได้รับการเลื่อนขั้นอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบัน NAT ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นพันธมิตรในระดับสูงสุดคือ Titanium partner ซึ่งมีเพียง 5 รายในประเทศไทย (รวม NAT) นอกจากนี้ บริษัทยังเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับผู้ผลิตอุปกรณ์และซอฟต์แวร์อีกหลายราย เช่น Genesys, VMware, Infoblox, Nokia และ CyberArk เป็นต้น บริษัทจึงได้เปรียบในด้านการแข่งขัน และมีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ ส่งผลให้บริษัทสามารถขยายฐานลูกค้าได้อย่างต่อเนื่อง

มีความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้า

NAT สร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าในระยะยาว ให้ความสำคัญกับการรักษารฐานลูกค้าเดิม และต้องการ ขยายฐานลูกค้าใหม่ๆ โดยบริษัทมีการจัดกิจกรรมทางการตลาดสม่ำเสมอเพื่อสร้างกลุ่มลูกค้าใหม่ใน งานแสดงสินค้า และงานที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร บริษัทรักษาชื่อเสียง คุณภาพ การบริการและผลงานที่ดีมาอย่างต่อเนื่อง การมีประวัติและมีผลงานในอดีตที่ดีช่วยเพิ่มโอกาส ในการประมูลงานทั้งภาครัฐและเอกชนได้สำเร็จ เพิ่มโอกาสให้กับ NAT ที่จะสามารถได้งานจากลูกค้า รายใหม่จากการแนะนำโดยลูกค้ารายเดิม

อยู่ในอุตสาหกรรมที่เติบโต

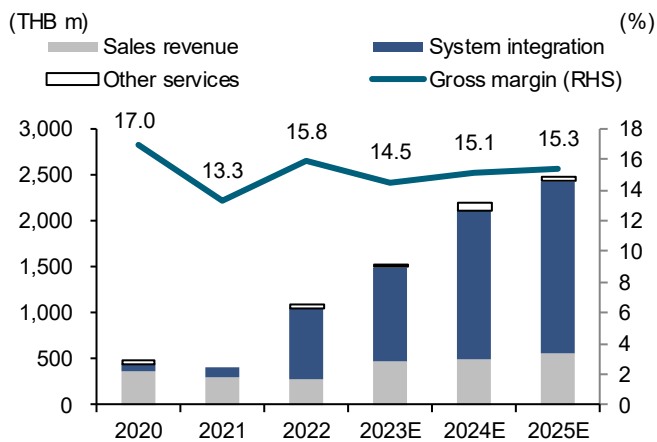
มูลค่าการใช้จ่ายด้านไอทีขององค์กรต่างๆ ทั่วโลกยังมีแนวโน้มขยายตัวแม้ว่าเงินเฟ้อจะยังคงปรับตัว สูงขึ้น กำลังซื้อของผู้บริโภคในสินค้าคงทนปรับลดลง และเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอ เนื่องจากการลงทุน ทางด้านไอทีเป็นสิ่งจำเป็น และช่วยองค์กรต่างๆ ในการประหยัดค่าใช้จ่ายในด้านแรงงานคนและด้าน อื่นๆ รวมถึงพัฒนาศักยภาพขององค์กร ข้อมูลจากศูนย์วิเคราะห์เศรษฐกิจ ทีทีบี หรือ ttb analytics ประเมินว่าธุรกิจบริการดิจิทัลของไทยในปี 2023 มีมูลค่าถึง 5.6 แสนล้านบาท เติบโตกว่า 20% จาก พฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนเป็นออนไลน์มากขึ้น สถานการณ์การแพร่ระบาดของ Covid-19 เร่งให้ เกิดการเข้าสู่เศรษฐกิจดิจิทัลเร็วขึ้น แนวโน้มในระยะข้างหน้า การลงทุนทางด้านไอทีจะยังเป็นความ จำเป็น โดยเฉพาะในด้าน Cybersecurity ซึ่ง Statista คาดการณ์มูลค่าตลาด Cybersecurity ของไทยจะ เติบโตปีละ 12% ในช่วง 5 ปีข้างหน้า (ปี 2065-2070) ซึ่ง NAT มีการให้บริการด้านนี้อยู่แล้ว รวมถึง Solution ในด้านอื่นๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้า

คาดการณ์กำไรปี 2023 เติบโต 20.9% y-y และเร่งตัวขึ้นเป็น +34.1% CAGR ในช่วงปี 2023-25

เรคาดกำไรสุทธิ 4Q23 ชะลอ 24.6% q-q และ 44.9% y-y เป็น 24.1 ล้านบาท จากฐานสูงในอดีตและบางงานได้ส่งมอบและรับรู้รายได้แล้ว รวมถึงมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ในปี 2023 คาดว่าจะสามารถทำกำไรได้ 121.6 ล้านบาท เติบโต 20.9% y-y บนสมมติฐานรายได้รวมที่ขยายตัว 40.8% y-y เป็น 1,534.4 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นที่ 14.5% ชะลอจากปีก่อนหน้าเล็กน้อย

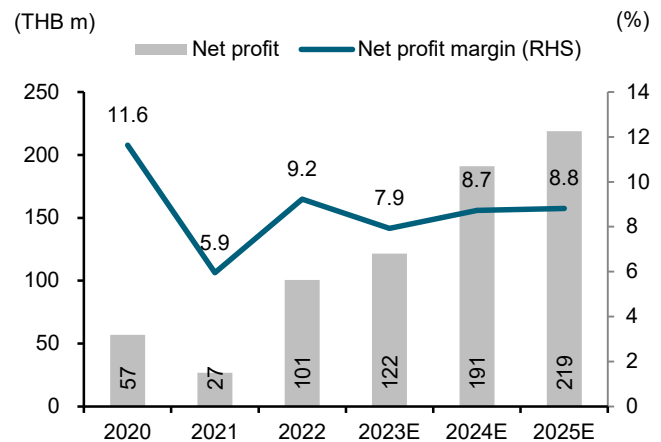
สำหรับประมาณการในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2023-2025) เรคาดรายได้เติบโตเฉลี่ย 27.2% CAGR จาก 1,534.4 ล้านบาทในปี 2023 เป็น 2,480.8 ล้านบาท คาดกำไรเติบโตเฉลี่ยในอัตราที่สูงกว่ารายได้คือ 34.1% CAGR จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ทยอยปรับตัวขึ้นจาก 14.5% ในปี 2023 เป็น 15.3% ในปี 2025 จาก Product mix งานบริการรับเหมาวางระบบที่เพิ่มขึ้น และลูกค้าในภาคเอกชนที่คาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้นภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักในวงกว้างมากขึ้น และเม็ดเงินที่ได้จากการเพิ่มทุน IPO ทำให้ฐานทุนมีขนาดใหญ่ขึ้น สามารถรับงานที่มีขนาดใหญ่ขึ้นได้

Exhibit 9: Revenue and gross margin



Sources: NAT, FSSIA estimates

Exhibit 10: Net profit and net profit margin



Sources: NAT, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NAT ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 15.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ย 2024 PE ของบริษัทในต่างประเทศที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน และหากเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนในไทยที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน มีค่าเฉลี่ยของ PE ในอดีตในช่วงปี 2016-2022 ที่ระดับ 13.9-14.1 เท่า

บนประมาณการ EPS ของ NAT ที่ 0.58 บาทต่อหุ้นในปี 2024 จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานที่ 8.70 บาทต่อหุ้น

Exhibit 11: Local peers: Trailing PE 2016-2022

Trailing PER 2016-2023	AIT	MFEC	SVOA	VCOM	Average
PE Average	13.3	12.2	12.9	15.3	14.1
Ex-outlier Average	13.3	12.2	12.8	15.3	13.9
Ex-Covid Average	14.1	12.9	13.3	14.6	14.1

Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Global peers comparison

Company	BBG	Market Cap (USD m)	PE		ROE		PBV		EV/ EBITDA	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Global peers										
Tata Consultancy	TCS IN	171,042	30.7	27.5	49.5	51.4	15.0	13.6	21.7	19.5
Cognizant Tech Solutions	CTSH US	38,208	16.6	15.2	16.6	16.7	2.7	2.4	10.5	9.7
Sopra Steria	SOP FP	4,334	10.2	9.2	18.2	18.1	1.7	1.6	6.7	6.2
Computacenter	CCC LN	3,969	15.2	14.3	20.0	19.1	2.9	2.6	7.8	7.4
Redington	REDI IN	1,676	11.6	9.6	16.7	18.5	1.9	1.7	8.1	6.8
Fujian Torch Electron Tech	603678 CH	1,475	16.5	12.0	10.6	13.1	1.7	1.5	11.0	8.5
Telling Telecommunication	000829 CH	1,221	13.6	11.4	19.0	19.5	2.6	2.2	13.6	11.6
Shanghai YCT Electronics	301099 CH	488	18.3	13.8	15.6	17.4	2.9	2.4	13.9	11.1
ATOS	ATO FP	481	2.1	1.4	6.0	8.3	0.1	0.2	4.1	3.5
Total average		222,892	15.0	12.7	19.1	20.2	3.5	3.1	10.8	9.4

Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ปัจจุบัน NAT มีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 118.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 236.0 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 92.0 ล้านหุ้นคิดเป็น ทุนจดทะเบียนเท่ากับ 46.0 ล้านบาทแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ในครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 164.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 328.0 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 28.0% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ ว่าจ้างบุคลากรเพิ่มเติม เพื่รองรับการขยายฐานลูกค้าใหม่ๆ และโอกาสทางธุรกิจในอนาคต

Exhibit 13: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ NAT

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	----- ก่อน IPO -----		----- หลัง IPO -----	
		จำนวน	สัดส่วน	จำนวน	สัดส่วน
		(หุ้น)	(%)	(หุ้น)	(%)
1	บริษัท นภาสุ จำกัด ¹	117,998,820	50.00	117,998,820	35.98
2	บริษัท โปรฟิต เอกเซลเลนซ์ โฮลดิ้ง จำกัด ²	117,998,820	50.00	117,998,820	35.98
3	นาย วราวุฒิ เทียนจิตราเพชร	2,360	<0.01	2,360	<0.01
รวม ก่อน IPO		236,000,000	100.0	236,000,000	71.96
เสนอขายต่อประชาชน				92,000,000	28.04
รวม หลัง IPO		236,000,000	100.0	328,000,000	100.00

Note: 1 บริษัท นภาสุ จำกัด เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ประกอบธุรกิจลงทุนหรือถือหุ้นในกิจการของผู้อื่น (ปัจจุบันไม่มีการลงทุนในบริษัทอื่นนอกจาก NAT เพียงบริษัทเดียว) โดยผู้ถือหุ้นของบริษัท นภาสุ จำกัด ได้แก่คุณสุธี อภิชนรัตน์กร

2 บริษัท โปรฟิต เอกเซลเลนซ์ โฮลดิ้ง จำกัด เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ประกอบธุรกิจลงทุนหรือถือหุ้นในกิจการของผู้อื่น (ปัจจุบันไม่มีการลงทุนในบริษัทอื่นนอกจาก NAT เพียงบริษัทเดียว) โดยผู้ถือหุ้นของบริษัท นภาสุ จำกัด ได้แก่คุณสหทัศน์ ตรีเมธสุนทร

Sources: NAT, FSSIA's compilation

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ หลังหักเงินสำรองทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และข้อบังคับของบริษัทในแต่ละปี และจะต้องไม่มีขาดทุนสะสมในส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน สภาพคล่อง การขยายธุรกิจ ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน แผนการลงทุนและการขยายธุรกิจในอนาคต สภาวะตลาด ความเหมาะสม และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัท

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

รายได้หลักของบริษัทมาจากการจำหน่ายและให้บริการรับเหมาวางระบบที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยมีบริษัท โทรคมนาคมแห่งชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นองค์กรภาครัฐเป็นลูกค้ารายใหญ่ มีสัดส่วนต่อรายได้จากการขายและบริการ 87.5%, 66.5%, 86.6% ในปี 2020-2022 ตามลำดับ และในงวด 9M23 มีสัดส่วน 81.0% รายได้จากองค์กรดังกล่าวทำผ่านกระบวนการจัดซื้อจัดจ้างผ่านการประกวดราคาและพิจารณาข้อเสนอจากผู้เข้าร่วมประมูลงานหลายราย หากบริษัทไม่สามารถประมูลงานได้ อาจเป็นความเสี่ยงต่อบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทเริ่มเข้าประมูลงานกับบริษัท โทรคมนาคมแห่งชาติ จำกัด (มหาชน) มาตั้งแต่ปี 2019 มีประสบการณ์ ความรู้ ความเข้าใจ และนำเสนอ solutions ได้ตามที่ลูกค้าต้องการ รวมถึงการที่บริษัทเป็น Titanium Partner ของ DELL Technologies ในปี 2022 สร้างความได้เปรียบในด้านต้นทุนอุปกรณ์ในการนำเสนอ solutions เข้าประกวดราคา

ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับการต่อสัญญาแต่งตั้งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ (Tier Partner) จากเจ้าของผลิตภัณฑ์

การได้รับแต่งตั้งให้เป็นพันธมิตรทางธุรกิจ (Tier Partner) จากเจ้าของผลิตภัณฑ์ชั้นนำระดับโลก ได้แก่ Dell Technologies, Genesys และ VMware เป็นสัญญาปีต่อปี หรือมีเงื่อนไขอื่นๆ เช่น ยอดการสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ หากบริษัทไม่ได้รับการต่อสัญญา อาจเป็นความเสี่ยงทำให้ประโยชน์ที่จะได้ ลดลงและอาจส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขัน อย่างไรก็ตาม ตลอดเวลาที่ผ่านมา กลุ่มบริษัทไม่เคยประสบเหตุการณ์ดังกล่าว บริษัทสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขและได้รับการต่อสัญญาพันธมิตรทางธุรกิจอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผลิตภัณฑ์

ในการเป็น Titanium Partner ของ DELL Technologies ทำให้บริษัทต้องสั่งซื้อผลิตภัณฑ์แบรนด์เป็นจำนวนมากและเพื่อนำเสนอแบรนด์ดังกล่าวเป็นแบรนด์หลักในการทำการตลาด โดยในปี 2022 และ 9M23 บริษัทสั่งซื้อผลิตภัณฑ์จาก DELL Technologies เพื่อจำหน่ายและรับเหมาวางระบบเป็นสัดส่วน 35.4% และ 33.0% ของมูลค่าการสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ทั้งหมด ตามลำดับ แม้จะเป็นการพึ่งพาผลิตภัณฑ์แบรนด์เดียวค่อนข้างมาก แต่แบรนด์ DELL เป็นผลิตภัณฑ์ชั้นนำของสหรัฐที่มีคุณภาพและมาตรฐานระดับโลก มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ ถือเป็นจุดแข็งที่ทำให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันและทำการตลาดได้เป็นอย่างดี

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี

การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยีอาจเป็นความเสี่ยงหากบริษัทไม่มีการปรับตัวหรือตามให้ทันกับการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทที่มีทีมงานที่มีประสบการณ์และอยู่ในธุรกิจนาน มีการพัฒนาอยู่ตลอดเวลา และจะสั่งซื้อสินค้าเมื่อได้รับการว่าจ้างจากลูกค้า ไม่มีการสั่งซื้อสินค้าล่วงหน้าหรือสต็อกไว้เพื่อรอจำหน่าย จึงไม่มีปัญหาด้านสินค้าคงคลัง

ความเสี่ยงจากการไม่ต่อเนื่องของรายได้

รายได้ของบริษัทส่วนใหญ่มาจากการประมูลงานโครงการ ซึ่งมีระยะเวลาเฉลี่ย 60-180 วันตั้งแต่วันทำสัญญาจนถึงวันส่งมอบงานให้แก่ลูกค้า บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากความไม่ต่อเนื่องของรายได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการเพิ่มบุคลากรเพื่อขยายฐานลูกค้า รวมถึงรักษาฐานลูกค้าเดิม รวมทั้งขยายการบริการไปสู่ด้านอื่น เช่น การให้บริการเจ้าหน้าที่ไอที (IT Outsourcing) การให้บริการเดินสายระบบเน็ตเวิร์ค (Cabling System) ซึ่งมีความต่อเนื่องของรายได้มากกว่า

Financial Statements

NAT Absolute Technologies

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	449	1,090	1,534	2,189	2,481
Cost of goods sold	(389)	(917)	(1,312)	(1,858)	(2,101)
Gross profit	60	173	222	331	380
Other operating income	3	4	2	2	3
Operating costs	(27)	(47)	(71)	(93)	(108)
Operating EBITDA	37	132	157	245	280
Depreciation	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	35	129	153	240	275
Net financing costs	0	(1)	(1)	(2)	(1)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	35	128	152	239	273
Tax	(8)	(27)	(30)	(48)	(55)
Profit after tax	27	101	122	191	219
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	27	101	122	191	219
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	27	101	122	191	219
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.53	2.52	0.52	0.58	0.67
Reported EPS	1.53	2.52	0.52	0.58	0.67
DPS	0.00	0.00	0.21	0.23	0.27
Diluted shares (used to calculate per share data)	18	40	236	328	328
Growth					
Revenue (%)	(8.0)	142.8	40.8	42.7	13.3
Operating EBITDA (%)	(48.7)	252.1	18.8	56.3	14.5
Operating EBIT (%)	(51.1)	266.6	18.7	57.2	14.4
Recurring EPS (%)	(53.0)	64.9	(79.5)	13.0	14.6
Reported EPS (%)	(53.0)	64.9	(79.5)	13.0	14.6
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	13.3	15.8	14.5	15.1	15.3
Gross margin exc. depreciation (%)	13.8	16.1	14.8	15.3	15.5
Operating EBITDA margin (%)	8.4	12.1	10.2	11.2	11.3
Operating EBIT margin (%)	7.8	11.8	10.0	11.0	11.1
Net margin (%)	5.9	9.2	7.9	8.7	8.8
Effective tax rate (%)	23.3	21.3	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	100.7	127.7	193.1	158.7	208.9
Inventory days	24.3	10.3	8.0	11.7	10.3
Debtor days	38.4	43.5	60.8	49.8	46.9
Creditor days	71.8	92.9	101.4	72.8	62.6
Operating ROIC (%)	(620.4)	(184.3)	(301.0)	390.9	238.0
ROIC (%)	115.0	(314.6)	(708.6)	263.6	188.8
ROE (%)	37.3	117.6	77.4	56.2	45.3
ROA (%)	15.1	28.9	22.0	25.7	24.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Sales revenue	300	274	474	497	572
System integration	107	784	1,019	1,611	1,852
Other services	41	31	41	81	57

Sources: NAT Absolute Technologies; FSSIA estimates

Financial Statements

NAT Absolute Technologies

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	27	101	122	191	219
Depreciation	2	3	4	5	6
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(39)	(26)	(134)	(134)	(174)
Change in working capital	67	123	(60)	2	39
Cash flow from operations	58	201	(68)	64	90
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(2)	(1)	(9)	(9)	(9)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	15	-	10	-	-
Cash flow from investing	13	(1)	2	(9)	(9)
Dividends paid	(50)	(77)	(49)	(76)	(88)
Equity finance	0	11	98	230	0
Debt finance	0	0	0	16	(2)
Other financing cash flows	(5)	(3)	(1)	(1)	(1)
Cash flow from financing	(55)	(69)	48	169	(91)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	6	0	0	0
Net other adjustments	0	6	0	0	0
Movement in cash	15	138	(18)	224	(10)
Free cash flow to firm (FCFF)	70.88	201.32	(65.18)	56.47	82.22
Free cash flow to equity (FCFE)	65.12	203.45	(66.97)	69.90	77.88

Per share (THB)

FCFF per share	0.22	0.61	(0.20)	0.17	0.25
FCFE per share	0.20	0.62	(0.20)	0.21	0.24
Recurring cash flow per share	(0.56)	1.94	(0.03)	0.19	0.15

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	15	23	34	42	51
Less: Accumulated depreciation	0	(3)	(7)	(12)	(18)
Tangible fixed assets (net)	14	19	26	30	33
Intangible fixed assets (net)	1	2	2	2	2
Long-term financial assets	21	21	21	21	21
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	63	201	183	407	397
A/C receivable	34	226	286	312	326
Inventories	51	0	58	61	58
Other current assets	16	30	38	48	61
Current assets	164	457	564	828	842
Other assets	1	1	1	1	2
Total assets	202	499	614	882	899
Common equity	64	107	208	472	493
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	64	107	208	472	493
Long term debt	0	0	0	0	0
Other long-term liabilities	12	18	19	20	21
Long-term liabilities	12	18	19	20	21
A/C payable	115	350	377	361	357
Short term debt	0	0	0	16	14
Other current liabilities	10	27	10	12	14
Current liabilities	126	377	387	390	385
Total liabilities and shareholders' equity	202	502	614	882	899
Net working capital	(24)	(121)	(6)	48	74
Invested capital	13	(79)	44	102	131

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	3.68	2.67	0.88	1.44	1.50
Tangible book value per share	3.60	2.63	0.87	1.43	1.50

Financial strength

Net debt/equity (%)	(97.6)	(188.1)	(88.1)	(82.7)	(77.6)
Net debt/total assets (%)	(31.2)	(40.2)	(29.8)	(44.3)	(42.6)
Current ratio (x)	1.3	1.2	1.5	2.1	2.2
CF interest cover (x)	193.9	203.4	(72.9)	53.2	67.0

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	3.5	2.1	10.5	9.3	8.1
Recurring P/E @ target price (x) *	5.7	3.5	16.9	14.9	13.0
Reported P/E (x)	3.5	2.1	10.5	9.3	8.1
Dividend yield (%)	-	-	3.8	4.3	4.9
Price/book (x)	1.5	2.0	6.1	3.8	3.6
Price/tangible book (x)	1.5	2.1	6.2	3.8	3.6
EV/EBITDA (x) **	0.8	0.1	7.0	5.6	4.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	2.4	1.1	11.9	10.1	8.8
EV/invested capital (x)	2.4	(0.2)	24.8	13.6	10.6

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: NAT Absolute Technologies; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology		Rating											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.		Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.		To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.											
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.		Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).											
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>		The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.											
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>		The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.											
Morningstar Sustainabilitytics	The Sustainabilitytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>		A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>		NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+
NEGL	Low	Medium	High	Severe										
0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.		The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.											
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.													
	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities										
	AA	7.143-8.570												
	A	5.714-7.142	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers										
	BBB	4.286-5.713												
	BB	2.857-4.285												
	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks										
	CCC	0.000-1.428												
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.													
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>													
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.													
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.												
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.												

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.