

NAT ABSOLUTE TECHNOLOGIES

THAILAND / ICT

NAT TB

BUY

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB8.20
CLOSE	THB4.86
UP/DOWNSIDE	+68.7%
PRIOR TP	THB8.70
CHANGE IN TP	-5.7%
TP vs CONSENSUS	-

คาดการณ์ 3Q24 ลด q-q แต่ยังโต y-y

- คาดกำไร 3Q24 -14% q-q, +47% y-y ตามทิศทางของรายได้
- ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นตามความต้องการด้าน Cyber security solution, Cloud solution, IT infrastructure solution ที่สูงขึ้น
- ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 8.20 บาทโดยปรับลด P/E multiple คงคำแนะนำซื้อ

คาดการณ์ 3Q24 -14% q-q, +47% y-y ตามทิศทางของรายได้

เราคาดการณ์ NAT มีกำไรสุทธิ 47 ล้านบาทใน 3Q24 -14% q-q จากฐานสูงใน 2Q24 แต่ +47% y-y ตามทิศทางของรายได้ที่เรากำหนด -7% q-q, +24% y-y โดยคาดการณ์ได้จากงานรับเหมาวางระบบ (System integrator: SI) มีสัดส่วน 58% ของรายได้ทั้งหมด หรือ 320 ล้านบาท ไกลเคียงไตรมาสก่อน แต่รายได้จากการขายอุปกรณ์คาดว่าจะชะลอหลังจากรับรู้รายได้จากลูกค้ารายใหม่ไปแล้วในไตรมาสก่อน อัตรากำไรขั้นต้นคาด 14.8% แม้ชะลอจากฐานสูงใน 2Q24 แต่เป็นอัตรากำไรที่สูงกว่า 1Q24 และปี 2023 ค่าใช้จ่ายขายและบริหารคาดทรงตัวใกล้เคียงไตรมาสที่ผ่านมาคือ 4.4% ของรายได้รวม

กำไรงวด 9M24 คาดว่าจะสูงกว่าทั้งปี 2023

หากเป็นไปตามคาด กำไรสุทธิ 9M24 จะอยู่ที่ 156 ล้านบาท +60% y-y สูงกว่ากำไรทั้งปี 2023 แล้ว ปัจจัยขับเคลื่อนหลักคือ Backlog ที่สูงกว่าปีก่อนมากหลังการเมืองในประเทศมีเสถียรภาพมากขึ้น และงบประมาณปี 2023-24 ผ่านรัฐสภาเรียบร้อยแล้ว ทำให้งานประมูลโครงการต่างๆ ทั้งภาครัฐและเอกชนเดินหน้าโดยเฉพาะงานภาคเอกชน เห็นได้จากสัดส่วนของงานภาคเอกชนในช่วง 1H24 เพิ่มขึ้นเป็น 34% ของรายได้ทั้งหมด เทียบกับงวด 1H23 ที่ยังมีสัดส่วนเพียง 9% ทั้งนี้ กำไรดังกล่าวอยู่บนสมมติฐานรายได้รวม +52% y-y อัตรากำไรขั้นต้น 14.4% ไกลเคียง 1H23 แต่ต่ำกว่าที่เราเคยประเมินในช่วงก่อนหน้า น่าจะเป็นเพราะงานที่รับรู้รายได้ใน 1H24 เป็นงานที่มีมูลค่าสูงขึ้น

ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นตามทิศทางอุตสาหกรรมที่สดใสขึ้น

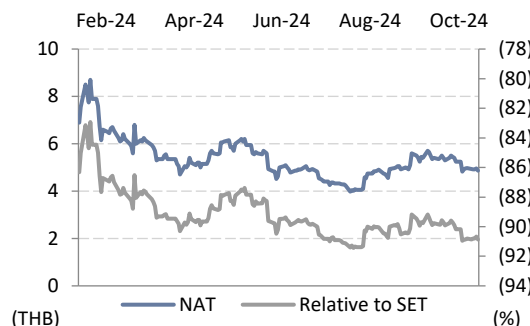
เราปรับประมาณการกำไรปี 2024-26 ขึ้น 9%/7%/4% ตามลำดับ โดยปรับเพิ่มรายได้จากแนวโน้มอุตสาหกรรมไอทีที่ดีจากการขับเคลื่อนการลงทุนของภาครัฐ และความต้องการด้าน Cyber security solution, Cloud solution, IT infrastructure solution ที่สูงขึ้นในยุคที่ข้อมูลมีขนาดใหญ่ขึ้นมาก แต่ด้วยการแข่งขันที่สูงทำให้เราปรับอัตรากำไรขั้นต้นลงจากที่เคยประเมินเล็กน้อย NAT ยังมีโอกาสพัฒนาอัตรากำไรขั้นต้นจากจุดแข็งที่เป็นพันธมิตรในระดับ Titanium partner ของ Dell Technologies ซึ่งมีเพียง 5 รายในประเทศ (รวม NAT) อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงคือความไม่ต่อเนื่องของรายได้

ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 8.20 บาท คงคำแนะนำซื้อ

เราปรับ 2024E P/E ลงเป็น 13.0 เท่าจากเดิม 15.0 เท่าเท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มซึ่งหุ้นขนาดเล็กถูกกดดันจากความเสี่ยงของเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นเป็นวงกว้าง ทำให้ราคาเป้าหมายลดลงเป็น 8.20 บาทจากเดิม 8.70 บาท แต่เราปรับเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลจากเดิม 40% เป็น 60% สะท้อนอัตราการจ่ายปันผลที่สูงในงวด 1H24 ประกอบกับบริษัทยังมีเงินสดในมือจำนวนมากจากเงินที่ได้จาก IPO และยังไม่ได้นำไปลงทุน ทำให้คาด Dividend yield 5-6% ในช่วงปี 2024-26 คงคำแนะนำซื้อ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,556	2,455	2,705	2,968
Net profit	117	207	231	248
EPS (THB)	0.50	0.63	0.71	0.76
vs Consensus (%)	-	8.6	7.6	5.6
EBITDA	151	265	296	318
Recurring net profit	117	207	231	248
Core EPS (THB)	0.50	0.63	0.71	0.76
Chg. In EPS est. (%)	-	9.2	6.8	4.4
EPS growth (%)	(80.3)	27.2	11.8	7.0
Core P/E (x)	9.8	7.7	6.9	6.4
Dividend yield (%)	0.5	7.8	8.7	9.3
EV/EBITDA (x)	6.5	4.1	4.2	4.1
Price/book (x)	7.8	2.5	2.6	2.8
Net debt/Equity (%)	(113.6)	(78.9)	(57.6)	(52.1)
ROE (%)	95.0	52.5	36.8	42.1



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(11.6)	11.5	n/a
Relative to country (%)	(11.7)	(1.6)	n/a
Mkt cap (USD m)	47		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.3		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Profit Excellence Holding Co., Ltd. (36%)		
12m high/low (THB)	9.50/3.84		
Issued shares (m)	328.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates


Jitra Amornthum

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

Investment thesis

เราคาดการณ์ว่า 3Q24 -14% q-q, +47% y-y ตามทิศทางของรายได้ หากเป็นไปตามคาด กำไรสุทธิ 9M24 จะอยู่ที่ 156 ล้านบาท +60% y-y สูงกว่ากำไรทั้งปี 2023 แล้ว ปัจจัยขับเคลื่อนหลักคือ Backlog ที่สูงกว่าปีก่อนมากหลังการเมืองในประเทศมีเสถียรภาพมากขึ้น และงบประมาณปี 2023-24 ผ่านรัฐสภาเรียบร้อยแล้ว

เราปรับประมาณการกำไรปี 2024-26 ขึ้น 9%/7%/4% ตามลำดับ โดยปรับเพิ่มรายได้จากความต้องการด้าน Cyber security solution, Cloud solution, IT infrastructure solution ที่สูงขึ้นในยุคที่ข้อมูลมีขนาดใหญ่ขึ้นมาก ปรับ 2024E P/E ลงเป็น 13.0 เท่าจากเดิม 15.0 เท่าเท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มซึ่งหุ้นขนาดเล็กถูกกดดันจากความเสี่ยงของเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นเป็นวงกว้าง ราคาเป้าหมายถูกปรับลงเป็น 8.20 บาท คงคำแนะนำซื้อ

Company profile

NAT ประกอบธุรกิจบริการให้คำปรึกษา ออกแบบ จัดหา จำหน่าย อุปกรณ์พร้อมติดตั้ง และรับเหมาวางระบบที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (SI) และให้บริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร โดยรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการให้บริการรับเหมาวางระบบโซลูชันด้านเทคโนโลยีสารสนเทศให้กับลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชนขนาดกลางและขนาดใหญ่.

www.natat.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

Sales revenue - 30.2 %

System integration - 67.1 %

Other services - 2.7 %

Source: NAT Absolute Technologies

Major shareholders

Profit Excellence Holding Co., Ltd. - 36.0 %

Napasu Co., Ltd. - 36.0 %

Pattamavadee Chumsang - 1.1 %

Others - 26.9 %

Source: NAT Absolute Technologies

Catalysts

ปัจจัยสนับสนุนการเติบโต 1) การเมืองในประเทศมีเสถียรภาพ 2) เศรษฐกิจขยายตัวได้ดีและทั่วถึง ทั้งภาครัฐและเอกชนมีการลงทุนอย่างต่อเนื่อง 3) การควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ

Risks to our call

Downside risks to our DCF-based TP include 1) ความเสี่ยงจากการไม่ได้ต่อสัญญาเป็นพันธมิตรทางธุรกิจจากเจ้าของผลิตภัณฑ์ 2) ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผลิตภัณฑ์ 3) ความเสี่ยงจากการไม่ต่อเนื่องของรายได้ 4) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี 5) การแข่งขันสูงโดยเฉพาะการแข่งขันทางด้านราคา

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Total revenue	2,455	2,705	2,968
Sales	638	708	786
System integration	1,558	1,729	1,909
Other services	259	267	272
Blended gross margin (%)	14.6	15.0	15.0
SG&A to sales (%)	4.2	4.5	4.7

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in gross margin of revenue from SI, we project NAT's 2024 core profit to change by 3.0%, all else being equal.
- For every 0.5% change in gross margin of revenue from sales, we project NAT's 2024 core profit to change by 1.2%, all else being equal.
- For every 0.5% change in SG&A to sales ratio, we project NAT's 2024 core profit to change by 4.0%, all else being equal

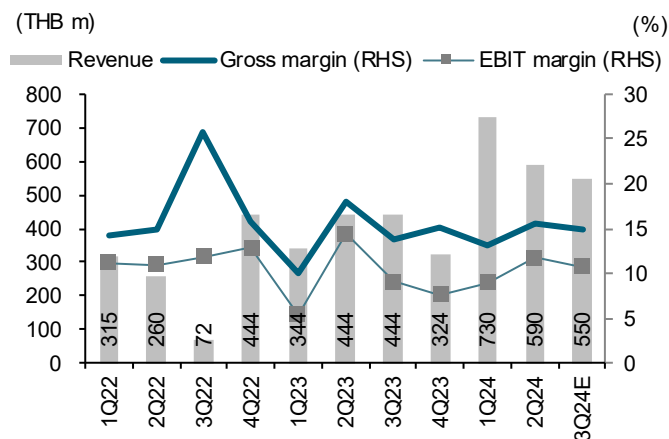
Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: NAT - 3Q24 earnings preview

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	Change		9M23	9M24E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	2024E
Sales	444	324	730	590	550	(7)	24	1,232	1,870	52	76
Cost of sales	(383)	(275)	(635)	(498)	(469)	(6)	22	(1,056)	(1,601)	52	76
Gross profit	61	49	95	92	81	(12)	33	176	269	53	75
Operating costs	(22)	(26)	(30)	(26)	(24)	(8)	12	(54)	(81)	50	78
Operating profit	40	25	66	69	59	(14)	47	123	194	58	74
Operating EBITDA	41	26	67	71	61	(14)	49	126	199	59	75
Other income	1	2	1	3	2	(32)	305	1	6	651	96
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(4)	230	(1)	(1)	145	85
Profit before tax	40	24	65	68	59	(14)	46	122	192	57	74
Tax	(8)	(5)	(11)	(14)	(12)	(15)	46	(25)	(36)	46	70
Reported net profit	32	20	55	55	47	(14)	47	97	156	60	75
Reported EPS (THB)	0.10	0.06	0.17	0.17	0.14	(14)	47	0	0	51	75
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	13.8	15.1	13.0	15.7	14.8	(0.9)	1.0	14.3	14.4	0.1	
EBIT margin	9.1	7.6	9.0	11.7	10.8	(0.9)	1.7	10.0	10.4	0.4	
EBITDA margin	9.3	7.9	9.2	12.0	11.1	(0.9)	1.8	10.2	10.6	0.5	
Net profit margin	7.2	6.0	7.5	9.3	8.5	(0.7)	1.3	7.9	8.3	0.4	
SG&A / Sales	4.8	7.9	4.1	4.5	4.4	(0.1)	(0.4)	4.4	4.3	(0.0)	
Revenue breakdown	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	
Sales	148	141	127	177	155	(12)	5	330	458	39	
System integration	289	167	579	319	320	0	11	878	1,218	39	
Other services	7	17	25	94	75	(20)	990	25	194	684	

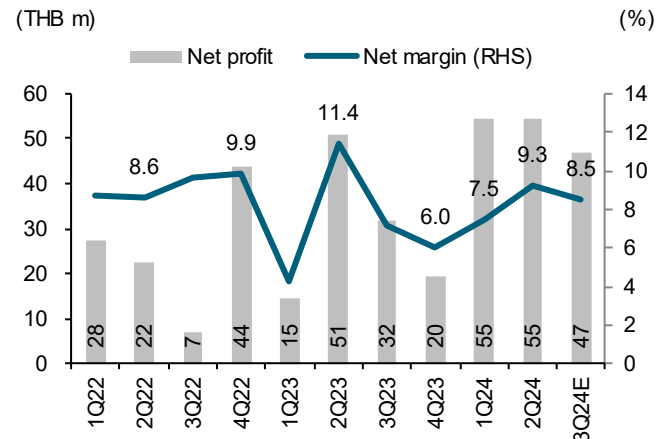
Sources: NAT, FSSIA estimates

Exhibit 2: Revenue and gross margin



Sources: NAT, FSSIA estimates

Exhibit 3: Net profit and net profit margin



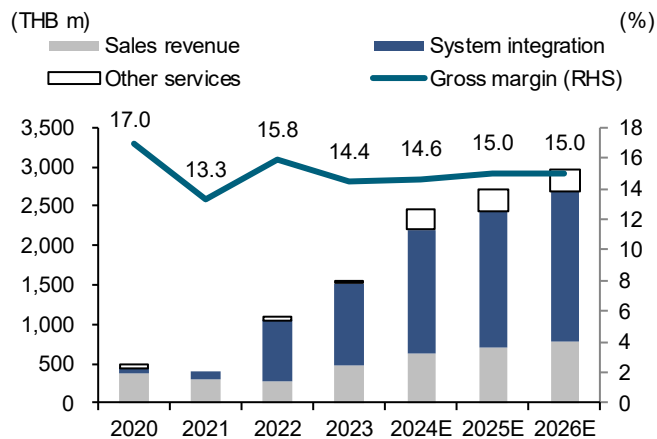
Sources: NAT, FSSIA estimates

Exhibit 4: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
Total revenue	2,455	2,705	2,968	2,189	2,481	2,782	12.2	9.0	6.7
Sales	638	708	786	497	572	629	28.4	23.9	25.1
System integration	1,558	1,729	1,909	1,611	1,852	2,093	(3.3)	(6.6)	(8.8)
Other services	259	267	272	81	57	60	219.0	369.4	355.9
Cost of goods sold	2,097	2,299	2,522	1,861	2,104	2,359	12.7	9.3	6.9
Gross profit	358	406	446	328	377	422	9.2	7.7	5.6
EBITDA	265	296	318	242	277	304	9.3	6.9	4.7
Core profit	207	231	248	190	217	237	9.2	6.8	4.4
Key ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	14.6	15.0	15.0	15.0	15.2	15.2	(0.4)	(0.2)	(0.2)
EBITDA margin	4.2	4.5	4.7	4.2	4.4	4.6	0.0	0.1	0.1
Core profit margin	8.4	8.6	8.3	8.7	8.7	8.5	(0.2)	(0.2)	(0.2)

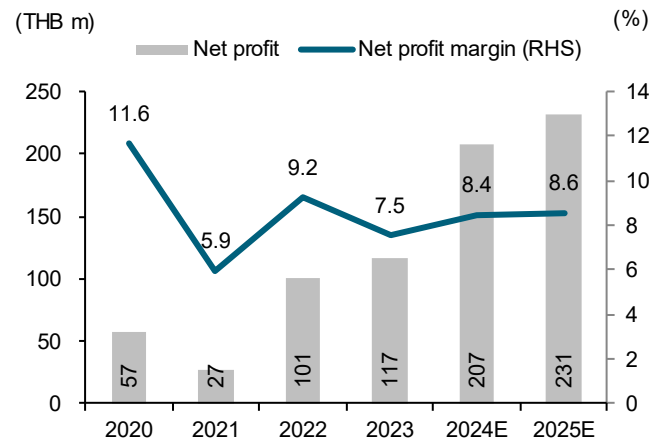
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 5: Revenue and gross margin, yearly



Sources: NAT, FSSIA estimates

Exhibit 6: Net profit and net profit margin, yearly



Sources: NAT, FSSIA estimates

Exhibit 7: Peers comparison as of 25 October 2024

Trailing P/E 2020-23	AIT	MFEC	SVOA	VCOM	SPREME	Average
PE Average	14.5	11.9	14.7	17.0	10.0	13.6
PBV Average	2.3	1.8	1.0	3.0	1.7	2.0
Dividend yield Average	5.3	4.9	2.4	5.3	na	4.5
% Net profit growth (2021-23)	-2.2	62.8	(17.3)	(16.4)	19.0	9.2
Trailing PER the last 4 quarters	11.0	17.7	16.7	9.1	10.9	13.1

Sources: SET, FSSIA estimates

Financial Statements

NAT Absolute Technologies

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,090	1,556	2,455	2,705	2,968
Cost of goods sold	(917)	(1,331)	(2,097)	(2,299)	(2,522)
Gross profit	173	225	358	406	446
Other operating income	4	2	6	5	6
Operating costs	(47)	(80)	(104)	(120)	(140)
Operating EBITDA	132	151	265	296	318
Depreciation	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	129	148	261	291	312
Net financing costs	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
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	128	147	259	289	310
Tax	(27)	(30)	(52)	(58)	(62)
Profit after tax	101	117	207	231	248
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	101	117	207	231	248
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	101	117	207	231	248
Per share (THB)					
Recurring EPS *	2.52	0.50	0.63	0.71	0.76
Reported EPS	2.52	0.50	0.63	0.71	0.76
DPS	0.00	0.03	0.38	0.42	0.45
Diluted shares (used to calculate per share data)	40	236	328	328	328
Growth					
Revenue (%)	142.8	42.8	57.8	10.2	9.7
Operating EBITDA (%)	252.1	14.5	75.3	11.9	7.2
Operating EBIT (%)	266.6	14.6	76.5	11.7	7.0
Recurring EPS (%)	64.9	(80.3)	27.2	11.8	7.0
Reported EPS (%)	64.9	(80.3)	27.2	11.8	7.0
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	15.8	14.4	14.6	15.0	15.0
Gross margin exc. depreciation (%)	16.1	14.7	14.8	15.2	15.2
Operating EBITDA margin (%)	12.1	9.7	10.8	11.0	10.7
Operating EBIT margin (%)	11.8	9.5	10.6	10.8	10.5
Net margin (%)	9.2	7.5	8.4	8.6	8.3
Effective tax rate (%)	21.3	20.2	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	5.0	60.0	60.0	60.0
Interest cover (X)	127.7	186.4	150.8	164.9	166.6
Inventory days	10.3	8.0	11.1	10.5	9.6
Debtor days	43.3	48.6	40.1	47.1	42.9
Creditor days	92.9	91.1	56.3	51.6	46.4
Operating ROIC (%)	(209.5)	(192.4)	535.8	133.6	103.3
ROIC (%)	(454.4)	(394.9)	258.8	103.6	85.4
ROE (%)	122.2	95.0	52.5	36.8	42.1
ROA (%)	29.1	23.6	26.8	22.7	25.4
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Sales revenue	274	470	638	708	786
System integration	784	1,044	1,558	1,729	1,909
Other services	31	41	259	267	272

Sources: NAT Absolute Technologies; FSSIA estimates

Financial Statements

NAT Absolute Technologies

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	101	117	207	231	248
Depreciation	3	4	4	5	6
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(20)	(28)	(113)	(287)	(220)
Change in working capital	124	(31)	(98)	47	64
Cash flow from operations	209	62	0	(3)	98
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(27)	(1)	(26)	(9)	(9)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	7	-	-	-
Cash flow from investing	(27)	6	(26)	(9)	(9)
Dividends paid	(169)	(169)	(124)	(139)	(149)
Equity finance	98	98	483	0	0
Debt finance	0	0	17	(2)	(3)
Other financing cash flows	(5)	(5)	7	(1)	(1)
Cash flow from financing	(76)	(76)	383	(142)	(153)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	6	0	0	0	0
Net other adjustments	6	0	0	0	0
Movement in cash	112	(8)	357	(154)	(64)
Free cash flow to firm (FCFF)	182.28	68.73	(23.82)	(10.36)	90.93
Free cash flow to equity (FCFE)	182.85	63.11	(1.32)	(15.58)	85.14
Per share (THB)					
FCFF per share	0.56	0.21	(0.07)	(0.03)	0.28
FCFE per share	0.56	0.19	0.00	(0.05)	0.26
Recurring cash flow per share	2.10	0.39	0.30	(0.15)	0.10
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	23	30	39	47	56
Less: Accumulated depreciation	(3)	(7)	(11)	(17)	(23)
Tangible fixed assets (net)	19	23	27	30	33
Intangible fixed assets (net)	2	2	2	2	2
Long-term financial assets	28	30	46	46	46
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	174	166	524	369	306
A/C receivable	225	190	350	348	350
Inventories	0	58	69	63	69
Other current assets	46	34	33	143	153
Current assets	445	449	975	923	877
Other assets	1	1	2	3	3
Total assets	494	505	1,052	1,004	961
Common equity	100	146	642	615	564
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	100	146	642	615	564
Long term debt	0	0	0	0	0
Other long-term liabilities	18	18	27	27	27
Long-term liabilities	18	18	27	27	27
A/C payable	350	313	333	315	325
Short term debt	0	0	17	15	12
Other current liabilities	29	27	33	33	34
Current liabilities	379	340	384	363	370
Total liabilities and shareholders' equity	497	505	1,052	1,004	961
Net working capital	(108)	(57)	85	206	213
Invested capital	(58)	(1)	162	287	297
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	2.51	0.62	1.96	1.87	1.72
Tangible book value per share	2.47	0.61	1.95	1.87	1.71
Financial strength					
Net debt/equity (%)	(173.7)	(113.6)	(78.9)	(57.6)	(52.1)
Net debt/total assets (%)	(35.2)	(32.9)	(48.1)	(35.3)	(30.6)
Current ratio (x)	1.2	1.3	2.5	2.5	2.4
CF interest cover (x)	209.3	82.2	15.1	(2.9)	51.2
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	1.9	9.8	7.7	6.9	6.4
Recurring P/E @ target price (x) *	3.3	16.5	13.0	11.6	10.9
Reported P/E (x)	1.9	9.8	7.7	6.9	6.4
Dividend yield (%)	-	0.5	7.8	8.7	9.3
Price/book (x)	1.9	7.8	2.5	2.6	2.8
Price/tangible book (x)	2.0	8.0	2.5	2.6	2.8
EV/EBITDA (x) **	0.2	6.5	4.1	4.2	4.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	1.2	11.7	8.2	7.9	7.5
EV/invested capital (x)	(0.3)	(706.8)	6.7	4.3	4.4
* 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 Sustainabilitys	The Sustainabilitys' 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. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		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	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
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																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
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

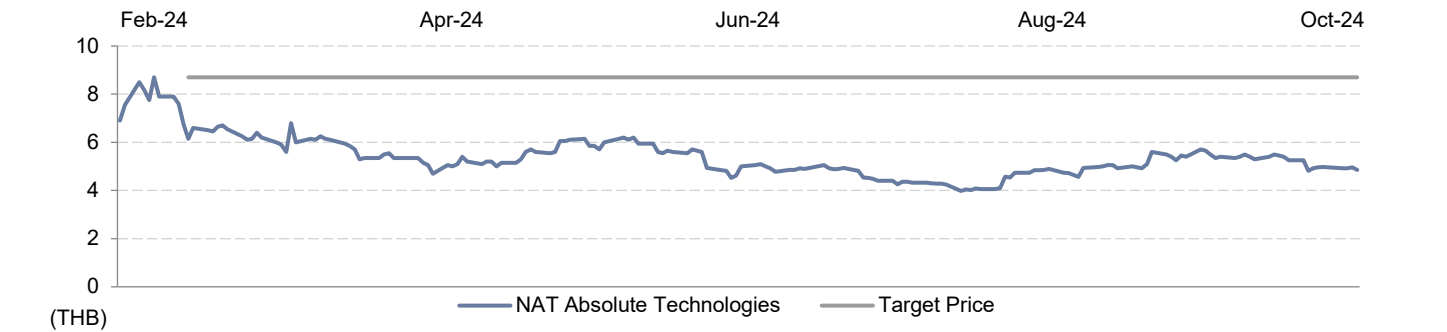
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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 Securities 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.

History of change in investment rating and/or target price

NAT Absolute Technologies (NAT TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
28-Feb-2024	BUY	8.70	-	-	-	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 28-Feb-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
NAT Absolute Technologies	NAT TB	THB 4.86	BUY	Downside risks to our DCF-based TP include 1) ความเสี่ยงจากการไม่ได้ต่อสัญญาเป็นพันธมิตรทางธุรกิจจากเจ้าของผลิตภัณฑ์ 2) ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผลิตภัณฑ์ 3) ความเสี่ยงจากการไม่ต่อเนื่องของรายได้ 4) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี 5) การแข่งขันสูงโดยเฉพาะการแข่งขันทางด้านราคา

Source: FSSIA estimates

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 25-Oct-2024 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.