

TERABYTE PLUS TERA TB  
THAILAND / ICT

## ผู้ประกอบการธุรกิจ SI และให้บริการ Cloud &amp; บริการที่เกี่ยวข้อง

TARGET PRICE

THB2.20

- TERA ผู้ประกอบการธุรกิจ SI และให้บริการด้าน IT กว่า 7 ประเภท นำโดยบริการด้าน Cloud, M/A และ software ที่เกี่ยวข้อง รวมถึง software ด้าน Logistic
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตต่อเนื่องเฉลี่ย 3 ปีที่ 28.8% CAGR
- ประเมินมูลค่าหุ้น อิง PER 15.0 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 2.20 บาท

## ผู้ประกอบการธุรกิจ SI และให้บริการที่เกี่ยวข้องกับ Cloud, M/A, software เป็นต้น

TERA เป็นผู้ออกแบบ ติดตั้ง จัดจำหน่ายอุปกรณ์ด้านไอที และให้บริการเกี่ยวกับระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้าน ICT ขนาดใหญ่แบบครบวงจร รวมถึงการให้บริการอีกกว่า 7 ประเภท โดยหลักมาจากการให้บริการ Cloud, Maintenance (M/A), Software และบริการติดตั้งระบบ นอกจากนี้ยังให้บริการจัดการวางแผน และติดตามการขนส่ง (Transportation Management System "TMS") ผ่าน "Skyfrog"

## จุดเด่นเป็นตัวแทนระดับสูงสุด HPE และมีโครงสร้างรายได้สม่ำเสมอ

ด้วยประสบการณ์กว่า 19 ปี พร้อมทั้งงานที่มีความเชี่ยวชาญ ความเป็นมืออาชีพ และความพร้อมในการส่งมอบบริการ รวมถึงบริษัทยังเป็นพันธมิตรชั้นสูงสุดกับ HPE ซึ่งปัจจุบันมีเพียง 3 บริษัทที่เป็นพันธมิตรระดับสูงสุดของ HPE ในไทย นอกจากนี้บริษัทยังมีรายได้จากการให้บริการซึ่งส่วนใหญ่เป็น Recurring income ที่ไม่ต้องพึ่งการเข้าประมูลงานเพียงอย่างเดียว ทำให้รายได้มีความสม่ำเสมอ แม้บริษัทยังมีพื้นฐานจากการเป็น SI ที่เข้าประมูลงานโครงการต่างๆ โดยงานส่วนใหญ่ที่บริษัทเข้าประมูลจะเป็นงานโครงการของภาคเอกชน ซึ่งจะมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่างานภาครัฐ ทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทดีกว่าบริษัทที่เน้นการเข้าประมูลงานโครงการภาครัฐ

## เราคาดการณ์กำไรสุทธิมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

คาดการณ์กำไรสุทธิ TERA ในปี 2023-25 ที่ 12%, 23% และ 35% ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 28.8% CAGR หนุนจากทั้งรายได้จากการขายและรายได้จากการให้บริการที่เพิ่มขึ้น โดยบริษัทเน้นการเติบโตของการให้บริการ ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่ารายได้จากการขายฮาร์ดแวร์ ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับดีขึ้นต่อเนื่องเป็น 22.8%, 23.9%, และ 25.5% ตามลำดับ และคาด SG&A to sales จะยังปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยในปี 2023 และ 2024 จะมีรายการค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวเข้า IPO ขณะที่ปี 2025 จะมีการลงทุนระบบ ERP และกิจกรรม marketing event ใหญ่ฉลองครบรอบ 20 ปีของบริษัท

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 2.20 บาท อิง PER ที่ 15.0 เท่า

ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 2.2 บาทต่อหุ้น อิง PER ที่ 15.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 2024E PER ของบริษัทในต่างประเทศและเปรียบเทียบกับบริษัทในประเทศที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน มีค่าเฉลี่ย PER ในช่วง 2016-2024 ที่ 14.7-15.0 เท่า บนประมาณการ EPS ปี 2024 ที่ 0.15 บาท ได้มูลค่าเหมาะสมที่ 2.2 บาท

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	555	599	664	734
Net profit	26	29	36	48
EPS (THB)	0.17	0.19	0.15	0.20
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	40	40	46	61
Recurring net profit	26	29	36	48
Core EPS (THB)	0.17	0.19	0.15	0.20
EPS growth (%)	(21.8)	12.2	(23.1)	34.9
Net debt/Equity (%)	(70.9)	(64.8)	(63.3)	(63.5)
ROE (%)	25.2	22.5	16.3	15.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

## TERA's IPO summary

	รายละเอียด
Pre-IPO shares	150 ล้านหุ้น
Share offering	90 ล้านหุ้น คิดเป็น 37.5% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ลงทุนในระบบ Cloud 2) ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่มีศักยภาพ เพื่อรองรับการเติบโตของบริษัท 3) เงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Blackout date	19 มีนาคม 2024
Financial advisor	Asset Pro Management Co.,Ltd.
Lead Underwriter	CGSI Securities, BYD Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF TERABYTE PLUS PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF TERA BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY ASSET PRO MANAGEMENT CO., LTD



Jitra Amorntum

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

Thada Jirachoenying

Research assistant  
thada.j@fssia.com, +66 2646 9964

## สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....	3
ผลการดำเนินงานในอดีต .....	6
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ .....	8
ประเมินมูลค่าเหมาะสม .....	10
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล .....	11
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	13

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัทประกอบธุรกิจเป็นผู้ออกแบบ ติดตั้ง จัดจำหน่ายอุปกรณ์ด้านไอที และให้บริการเกี่ยวกับระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information and Communication Technology: ICT) ขนาดใหญ่แบบครบวงจร จัดจำหน่ายและให้บริการด้านระบบความปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cyber Security) จัดจำหน่ายและให้บริการซอฟต์แวร์ระบบบริหารจัดการการขนส่งกระจายสินค้า และโลจิสติกส์ (Transportation Management System: TMS) และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ และให้บริการ รวมถึงฝึกอบรมด้านการวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analytics) ที่จะช่วยให้ลูกค้าเพิ่มผลกำไรในการดำเนินธุรกิจ โดยผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนในการจัดจำหน่ายล้วนเป็นแบรนด์ที่มาจากบริษัทไอทีชั้นนำที่มีชื่อเสียงระดับโลก เป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง และมีมาตรฐานระดับสากล

กลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจเป็นผู้จัดจำหน่ายอุปกรณ์ด้านไอทีและให้บริการเกี่ยวกับระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information and Communication Technology: ICT) ขนาดใหญ่แบบครบวงจร โดยแบ่งกลุ่มธุรกิจออกเป็น 4 กลุ่มธุรกิจได้แก่

1. กลุ่มธุรกิจจัดจำหน่ายโซลูชันและให้บริการที่เกี่ยวข้องกับระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร และระบบรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์ (On-Premise Hardware & Cyber Security)
2. กลุ่มธุรกิจบริการระบบเก็บข้อมูลและประมวลผลระบบสารสนเทศบนเครือข่ายอินเทอร์เน็ต และบริการในรูปแบบสมาชิกแบบต่อเนื่อง (Cloud & Recurring Services)
3. กลุ่มธุรกิจระบบซอฟต์แวร์บริหารจัดการ การขนส่งกระจายสินค้าและโลจิสติกส์ (Transportation Management System: TMS) ภายใต้ตราสินค้า "Skyfrog"
4. กลุ่มธุรกิจการวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analytics)

### Exhibit 1: ข้อมูลผลิตภัณฑ์กลุ่มผลิตภัณฑ์

1	2	3	4
On-Premise Hardware & Cyber Security	Cloud & Recurring Services	Logistics Application	Data Analytics
จัดจำหน่ายโซลูชัน และให้บริการที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานด้านไอที และระบบความปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cyber Security) โดยเป็นพันธมิตรกับผู้ผลิตด้าน ไอทีชั้นนำระดับโลก อาทิ HPE, DELL Technologies, HPE-Aruba, Microsoft, VMware, Veeam, Fortinet เป็นต้น	ให้บริการ Cloud Services ทั้งในรูปแบบ Local Cloud ภายใต้เครื่องหมายการค้า "T.Cloud" จัดจำหน่ายและให้บริการ Public Cloud Services (Azure และ AWS) โดยเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับ Microsoft และ AWS ให้บริการ Value-added Services ที่เกี่ยวข้องกับ Cloud และ On-Premise Hardware ได้แก่ บริการซ่อมบำรุงและรักษาอุปกรณ์ (MA) ให้บริการ T.Support และ T.Support Plus	SKF (บริษัทย่อย) เป็นผู้พัฒนาและเป็นเจ้าของซอฟต์แวร์แอปพลิเคชัน ภายใต้เครื่องหมายการค้า "Skyfrog" ซึ่งเป็นซอฟต์แวร์ระบบบริหารจัดการวางแผน และติดตามการขนส่ง ("TMS") โดยจัดจำหน่ายทั้งแบบ Software-as-a-Service (SaaS) และจำหน่ายสิทธิการใช้งาน (Perpetual Licenses)	จัดจำหน่ายโซลูชันและให้บริการด้านการวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analytics) ซึ่งเป็นระบบในการวิเคราะห์ข้อมูลและด้านปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence: AI) ซึ่งจะช่วยลูกค้าในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงลึกที่สามารถนำมาพัฒนาธุรกิจได้ในหลายมิติ นำไปสู่การช่วยลดต้นทุน เพิ่มรายได้เพิ่มกำไร และเพิ่มประสิทธิภาพทางธุรกิจให้กับลูกค้าได้เป็นอย่างดี

Source: TERA

### โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2020-2022 ที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้ของ TERA ประกอบด้วย

1. รายได้จากการขายเฉลี่ย 51% โดยเป็นที่เกิดจากการจำหน่ายอุปกรณ์ด้านไอที และการจำหน่ายพร้อมติดตั้งอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ด้วยการนำเสนอโซลูชันต่างๆให้กับลูกค้า โดยเป็นการจำหน่ายฮาร์ดแวร์และซอฟต์แวร์ (On-Premise Hardware & Cyber Security) อาทิ เครื่องแม่ข่ายและอุปกรณ์จัดเก็บข้อมูล (Server and Storage) ระบบรักษาความปลอดภัยเครือข่าย (Network and Security) เป็นต้น บริษัทจะรับรู้รายได้เมื่อติดตั้งอุปกรณ์ให้กับลูกค้าแล้วเสร็จและลูกค้าเซ็นหนังสือส่งมอบงาน (Sign off) เนื่องจากระยะเวลาติดตั้งให้พร้อมใช้งานจะใช้เวลาไม่นาน โดยระยะเวลาในการติดตั้ง จนถึงส่งมอบงานให้กับลูกค้าเฉลี่ย 7-15 วัน

2. รายได้จากการให้บริการ 47% ซึ่งแบ่งได้เป็น 7 บริการได้แก่ 1) รายได้จากการบริการ Cloud (Local Cloud / Public Cloud / HPE Green Lake) 2) รายได้จากการบริการ Maintenance Agreement (M/A) 3) รายได้จากการบริการ Software ซึ่งบริษัทจัดจำหน่ายและให้บริการซอฟต์แวร์ Microsoft 365 ในรูปแบบ Software-as-a-Service (“SaaS”) 4) รายได้จากการติดตั้งระบบ 5) รายได้จากการให้บริการ Software Skyfrog ซึ่งเป็นการให้บริการซอฟต์แวร์ (Software-as-a-Service: SaaS) ระบบการบริหารจัดการระบบขนส่งของธุรกิจบนคลาวด์ 6) รายได้จากการให้บริการ T.Support/T.Support Plus ซึ่งเป็นการให้บริการดูแลและแก้ไขปัญหาด้านไอทีจากผู้เชี่ยวชาญของบริษัท 7) รายได้จากการให้บริการวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analytics)

3. รายได้อื่นๆ 1% ประกอบด้วย กำไรจากการบันทึกบัญชีมูลค่าหน่วยลงทุนที่เพิ่มขึ้น (Marked to market) กำไรจากการจำหน่ายทรัพย์สิน ดอกเบี้ยรับ เงินกองทุนสำรองเลี้ยงชีพได้รับคืนจากการลาออกของพนักงาน เงินช่วยเหลือส่งเสริมการจ้างงาน เป็นต้น

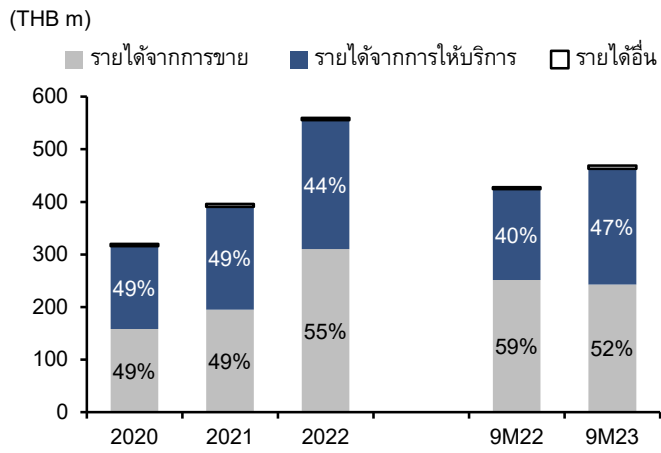
ขณะที่แนวโน้มบริษัทหันมาเน้นธุรกิจด้านบริการมากขึ้น และมีเป้าหมายจะเพิ่มสัดส่วนรายได้จากการบริการให้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้สัดส่วนรายได้จากการให้บริการขยับขึ้นเป็น 47% ในงวด 9M23 จาก 40% ในงวด 9M22

### Exhibit 2: โครงสร้างรายได้

	2020		2021		2022		9M22		9M23	
	(THB m)	(%)	(THB m)	(%)	(THB m)	(%)	(THB m)	(%)	(THB m)	(%)
รายได้จากการขาย	158	49.5	195	49.3	310	55.4	251	59	243	52
รายได้จากการให้บริการ	158	49.3	196	49.4	245	43.8	173	40	220	47
- บริการ Cloud	39	12.2	61	15.5	80	14.3	54	13	75	16
- บริการ ซ่อมบำรุง (M/A)	50	15.5	48	12.2	63	11.3	46	11	51	11
- บริการ Software	31	9.8	39	9.8	47	8.3	34	8	41	9
- บริการติดตั้งระบบ	20	6.3	24	6.0	30	5.3	22	5	38	8
- บริการ Software SKF	13	4.2	14	3.5	15	2.7	12	3	10	2
- บริการ T.Support	4	1.4	5	1.2	6	1.1	4	1	6	1
- บริการวิเคราะห์ข้อมูล	-	-	4	1.1	4	0.8	-	-	-	-
<b>รวมรายได้ขาย&amp;บริการ</b>	<b>316</b>	<b>98.8</b>	<b>391</b>	<b>98.7</b>	<b>555</b>	<b>99.2</b>	<b>424</b>	<b>99</b>	<b>463</b>	<b>99</b>
รายได้อื่น	4	1.2	5	1.4	5	0.8	4	1	6	1
<b>รายได้รวม</b>	<b>320</b>	<b>100.0</b>	<b>396</b>	<b>100.0</b>	<b>560</b>	<b>100.0</b>	<b>428</b>	<b>100</b>	<b>469</b>	<b>100</b>

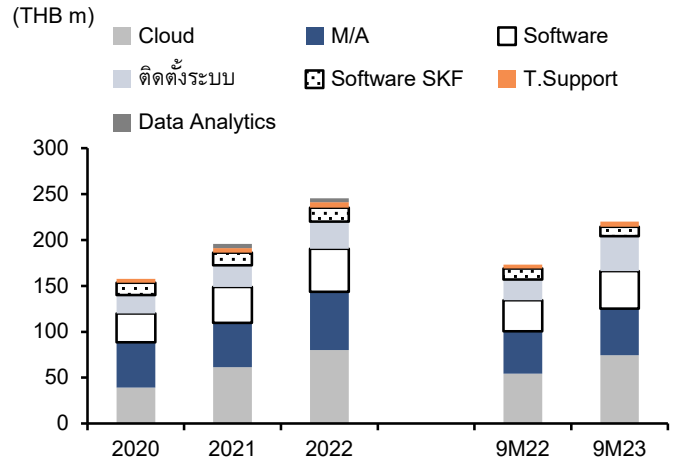
Sources: TERA; FSSIA's compilation

**Exhibit 3: โครงสร้างรายได้**



Sources: TERA; FSSIA's compilation

**Exhibit 4: สัดส่วนรายได้จากการให้บริการ**



Sources: TERA; FSSIA's compilation

## ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการปี 2020-22 ของ TERA มีกำไรสุทธิต่อเรื่องที่ 11 ลบ., 19 ลบ. และ 26 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 3 ปี ที่ 55% CAGR ตามความต้องการของการใช้สินค้าและบริการด้าน IT ecosystem หนุนยอดขายและบริการเติบโตขึ้นต่อเนื่อง รวมถึงการจัดการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ

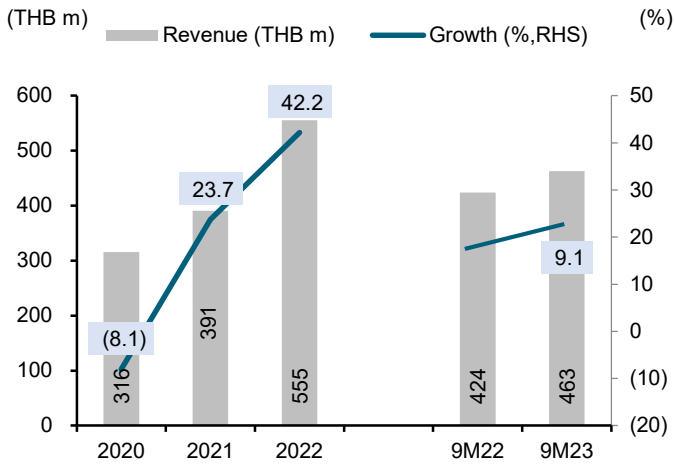
สำหรับปี 2021 รายได้จากการขายที่ 195 ลบ. (+23% y-y) เพิ่มขึ้นจากงานโครงการของลูกค้าภาคเอกชนรายหนึ่งที่ถูกสั่งซื้อสินค้า On-Premise Hardware จากบริษัทจำนวนมาก อาทิ อุปกรณ์ Network อุปกรณ์ Server อุปกรณ์ Storage รวมถึงลูกค้ารายอื่นๆ มีการสั่งซื้อสินค้าอุปกรณ์ฮาร์ดแวร์และซอฟต์แวร์มากขึ้น จากผลของช่วง Covid-19 ที่เปลี่ยนวิถีการใช้ชีวิต โดยมีเทรนการทำงานและเรียนจากที่ไหนก็ได้เพิ่มสูงขึ้น (Work and Learn from anywhere) รวมถึงการเกิดธุรกิจ working space มากขึ้นทำให้ต้องลงทุนในระบบ IT และเคลื่อนย้ายมากขึ้น รายได้จากการบริการก็ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 196 ลบ. (+24% y-y) โดยเป็นการเพิ่มขึ้นในทุกบริการ มีรายได้รวม 391 ลบ. (+23% y-y) ขณะที่ GPM รวมที่ 25.9% แบ่งเป็น GPM จากการขาย 17.9% ลดลงจาก 21.5% ในปี 2020 จากการรับงานโครงการที่เป็นการขายพร้อมติดตั้งอุปกรณ์ฮาร์ดแวร์ (On-Premise Hardware) ที่มีมูลค่างานสูง แต่มีอัตรากำไรขั้นต้นไม่มาก เนื่องจากบริษัทต้องการ Project reference เพื่อต่อยอดไปยังการรับงานอื่นๆ เพิ่มเติมในอนาคต รวมถึงรับงานโครงการภาครัฐมากขึ้น GPM จากบริการที่ 33.8% ลดลงจาก 35.9% ในปี 2020 จากรายได้การให้บริการ Cloud ในกลุ่ม Public Cloud ซึ่งจะมีความสามารถในการทำอัตรากำไรขั้นต้นไม่สูงมากนัก เนื่องจากมีต้นทุนค่า Public Cloud ที่ต้องซื้อจากเจ้าของแบรนด์ และรายได้จากการให้บริการ M/A ซึ่งมีความสามารถในการทำอัตรากำไรขั้นต้นสูงปรับลดลงจากปี 2020 ในด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A to sales) ปรับลดลงเป็น 21.3% จาก 25.8% ในปี 2020 จากการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งด้านการลดค่าเดิมทาง และลดค่าส่งเสริมการขาย จากสถานการณ์ Covid-19 ทำให้ในปี 2021 มีกำไรสุทธิ 19 ลบ. (+76% y-y)

สำหรับปี 2022 รายได้จากการขายที่ 310 ลบ. (+59% y-y) จากบริษัทได้รับงานขายอุปกรณ์พร้อมติดตั้งที่มีมูลค่าสูงเพิ่มมากขึ้น โดยมาจากการสั่งซื้ออุปกรณ์ด้านไอทีจากภาคเอกชนรายใหญ่ 2 ราย นอกจากนี้ บริษัทยังได้รับงานจากบริษัทเอกชนรายอื่นๆ และได้รับงานจากภาครัฐและรัฐวิสาหกิจมากขึ้น รายได้บริการเพิ่มขึ้นเป็น 245 ลบ. (+25%) โดยเป็นการเพิ่มขึ้นในทุกหมวกของการให้บริการ ขณะที่ GPM รวมที่ 22.2% โดยเป็น GPM จากการขายที่ 15.6% ลดลงจาก 17.9% ในปี 2021 จากบริษัทได้รับงานขายพร้อมติดตั้งอุปกรณ์ที่มีมูลค่างานสูง แต่มีกำไรขั้นต้นไม่มากจากลูกค้าภาคเอกชนรายหนึ่งที่ Principal Vendor และนำมาให้บริการ สำหรับ GPM จากการให้บริการที่ 30.5% ลดลงจาก 33.8% จากการแข่งขันในตลาดสูงขึ้น ในด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A to sales) ที่ 17.4% ลดลงจาก 21.3% เนื่องจากการควบคุมต้นทุนทุกอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้มีกำไรสุทธิ 26 ลบ. (+36.4% y-y)

### อัตราส่วนทางการเงิน

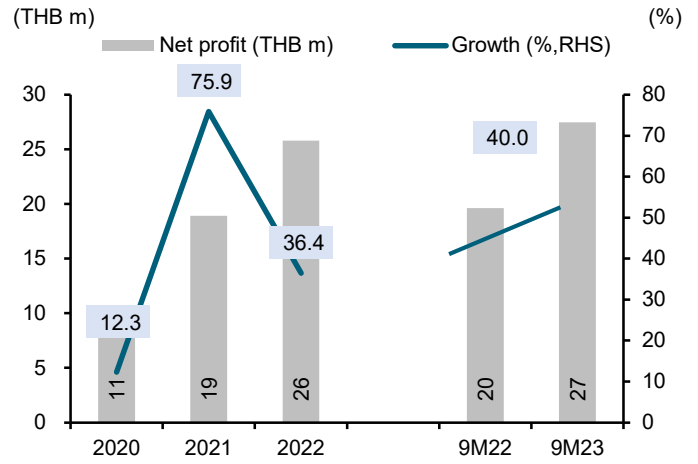
สำหรับด้านอัตราส่วนทางการเงินปี 2020-2022 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เท่ากับ 2.6 เท่า, 3.1 เท่า 1.7 เท่า ตามลำดับ และอัตราหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่ที่ 0.1 เท่า, 0.2 เท่า และ 0.1 เท่า ตามลำดับ โดยหนี้ที่มีดอกเบี้ยเป็นผลจากสัญญาเช่า

**Exhibit 5: ยอดขายเติบโตต่อเนื่อง**



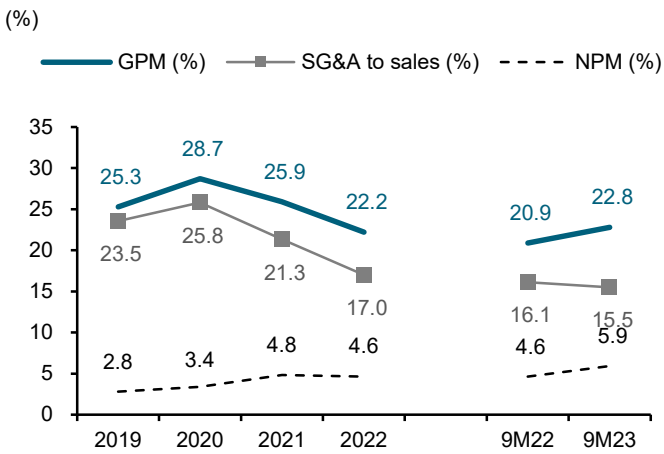
Sources: TERA; FSSIA's compilation

**Exhibit 6: กำไรสุทธิเติบโตต่อเนื่องแม้เผชิญ Covid-19**



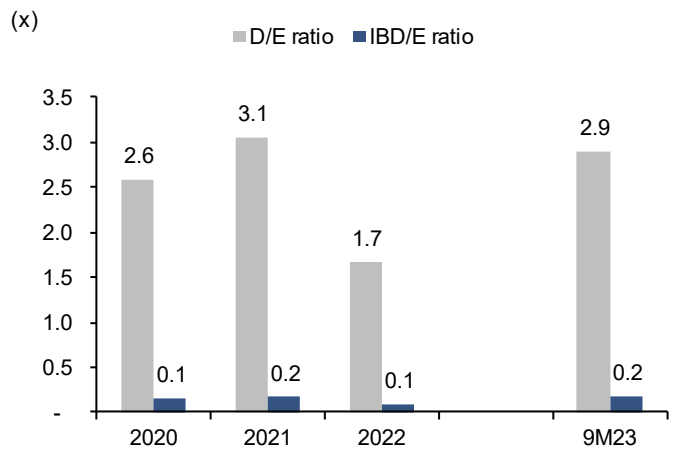
Sources: TERA; FSSIA's compilation

**Exhibit 7: GPM กัดฉีกจากการแข่งขัน แต่ยังคงคุมค่าใช้จ่ายดี**



Sources: TERA; FSSIA's compilation

**Exhibit 8: ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง ไม่มีเงินกู้ยืม**



Sources: TERA; FSSIA's compilation

## ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

บริษัทได้รับแต่งตั้งเป็นพันธมิตรระดับสูงสุดของ HPE ประเทศไทย รวมถึง Brand ระดับสากล

นับตั้งแต่บริษัทเริ่มต้นธุรกิจในปี 2548 บริษัทมีการมีการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีทางธุรกิจกับลูกค้ามาอย่างต่อเนื่อง โดยเริ่มจากงานจัดจำหน่ายอุปกรณ์ฮาร์ดแวร์และซอฟต์แวร์ บริษัทได้รับการแต่งตั้งเป็นพันธมิตรในระดับ "HP Premier Enterprise Business Partner" จากบริษัทเจ้าของผลิตภัณฑ์ "HP" และได้รับการเลื่อนขั้นพันธมิตรอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันบริษัทได้รับการแต่งตั้งให้เป็นผู้ค้าในระดับ "HP ESSN Platinum Partner" ซึ่งเป็นระดับพันธมิตรขั้นสูงสุดของ HP เป็นรายแรกในประเทศไทย และปัจจุบันบริษัทเป็น 1 ใน 3 บริษัทที่เป็นพันธมิตรระดับสูงสุดของ HP ในประเทศไทย โดยในภายหลังได้เปลี่ยนเป็น "HPE HIT Platinum Partner" (HIT ย่อมาจาก Hybrid IT) เมื่อ HP ได้แยกบริษัทและเปลี่ยนชื่อเป็น Hewlett-Packard Enterprise (หรือ "HPE") นอกจากนี้บริษัทยังเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับบริษัทเจ้าของผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อเสียงระดับโลกอีกมากมาย เช่น พันธมิตรระดับ "Gold Partner" ในความเชี่ยวชาญด้านต่างๆ ของ Microsoft ได้แก่ Gold Cloud Platform, Gold Cloud Productivity, Gold Messaging, Gold Data Center และ Gold Collaboration Content และพันธมิตรระดับ "Value Added Reseller - Gold Level" จาก Veeam ซึ่งเป็นผู้นำด้านโซลูชันสำรองข้อมูลและบริการจัดการข้อมูลบนคลาวด์ เป็นต้น

ทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญ ความเป็นมืออาชีพ และความพร้อมในการส่งมอบบริการ

ประสบการณ์ของบริษัทกว่า 19 ปี มีทีมงานที่มีความเชี่ยวชาญ ความเป็นมืออาชีพ และความพร้อมในการส่งมอบบริการ โดยมีนโยบายเสริมสร้างและพัฒนาศักยภาพความเชี่ยวชาญเฉพาะทางให้พนักงานผ่านการฝึกอบรมโดยบุคลากรที่มีประสบการณ์การทำงานมาอย่างยาวนาน รวมถึงการส่งพนักงานไปฝึกอบรมด้านต่างๆ ในงานที่รับผิดชอบ ตลอดจนจัดส่งพนักงานเข้าทดสอบความเชี่ยวชาญ (Certify) เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับลูกค้า และลูกค้าในการให้บริการ นอกจากนี้ยังมีการฝึกอบรม พนักงานในการเป็นมืออาชีพ เพื่อให้ลูกค้าเกิดความพึงพอใจ และประทับใจในการให้บริการมากที่สุด รวมถึงมีความพร้อมในการให้บริการที่ดีและมีคุณภาพจะทำให้บริษัทสามารถสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้า รักษาฐานลูกค้าเดิมได้ต่อเนื่อง นำไปสู่การซื้อสินค้าและบริการด้านอื่นๆ เพิ่มขึ้น รวมถึงได้รับการแนะนำออกต่อลูกค้ารายใหม่ให้บริษัท

อยู่ในธุรกิจที่แนวโน้มอุตสาหกรรมเติบโต

อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ ในปี 2023-25 ในส่วนของฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ มูลค่าส่งออก HDD ในช่วง 3 ปี ข้างหน้า จะกลับมาเติบโตในอัตราต่ำเพียง 1.0-2.0% ต่อปี ซึ่งสอดคล้องกับตัวเลขของ IDC ที่คาดว่ายอดขายหน่วย PC ทั่วโลกจะถึงจุด bottom ในปี 2023 และจะทยอยกลับมาฟื้นตัวได้ในปี 2024-25 สำหรับอุตสาหกรรมแผงวงจรรวม (IC) มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ย 3.0-4.0% ต่อปี โดย WSTS (องค์กรไม่แสวงหากำไร World Semiconductor Trade Statistics) คาดว่ายอดขายหน่วยเซมิคอนดักเตอร์โลกจะเติบโต 4.7% ในปี 2023 และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2024 ตามความต้องการในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ อุตสาหกรรมบริการดิจิทัล คาดรายได้จะเติบโตต่อเนื่อง 22-23% ต่อปี จาก (1) บริษัทเอกชนแข่งขันกันให้บริการลูกค้าผ่านแพลตฟอร์มมากขึ้น และ (2) เทคโนโลยีใหม่ๆ โดยเฉพาะ Metaverse และ AI ทำให้มีการพัฒนาแพลตฟอร์มที่รองรับการบริการได้หลายรูปแบบมากขึ้น โดยธุรกิจที่มีศักยภาพเติบโตสูงอยู่ในกลุ่ม e-Retail, e-Logistics, Online media และ Fintech อุตสาหกรรมซอฟต์แวร์และบริการซอฟต์แวร์ คาดรายได้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 11-12% ต่อปี จากการขยายตัวของเทคโนโลยีระบบ Cloud การพัฒนาเครือข่าย 5G การปรับตัวสู่ Digital transformation ทำให้บริษัททั้งขนาดใหญ่และ SMEs มีการลงทุนด้านซอฟต์แวร์ในการพัฒนาองค์กรมากขึ้น โดยธุรกิจที่มีศักยภาพเติบโตสูง ได้แก่ SaaS, Software integration & consultation

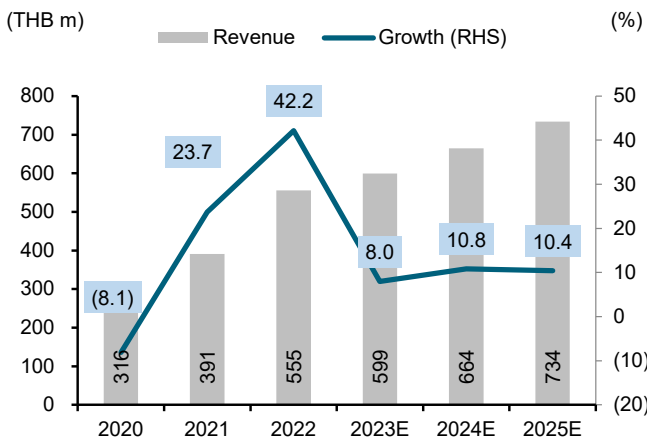


**คาดการณ์กำไรปี 2023-25 รายได้เติบโตเฉลี่ย**

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2023-25 เติบโตต่อเนื่องที่ 29 ลบ., 36 ลบ. และ 48 ลบ. ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 28.8% CAGR โดยมีปัจจัยหนุนมาจาก

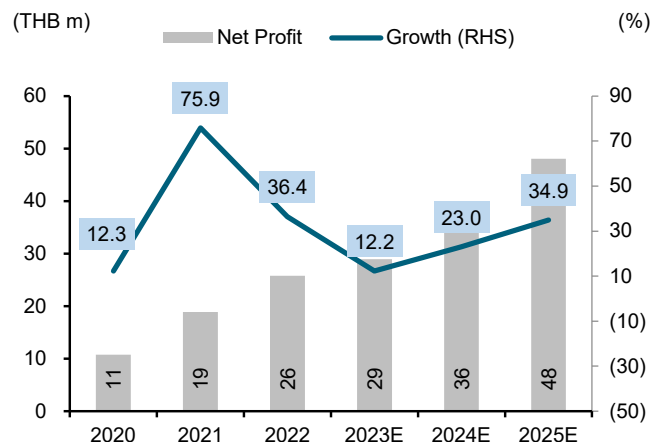
- 1) รายได้จากการขายเติบโตเฉลี่ย 2.5% จากแนวโน้มลูกค้าที่มีการเปลี่ยนจากซอร์ซแวร์ไปใช้บริการ Cloud service โดยบริษัทเห็นถึงแนวโน้มดังกล่าวทำให้หันมาเน้นการเติบโตของรายได้จากการให้บริการ ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าการขายสินค้าซอร์ซแวร์ อย่างไรก็ตาม บริษัทยังวางเป้าหมายการเติบโตได้เล็กน้อยที่ 2.5% ต่อปี โดยจะเป็นการเข้าประมูลงานในโครงการขนาดใหญ่ของภาคเอกชนเป็นหลัก
- 2) รายได้จากบริการปี 2023-25 เติบโต 21.7%, 19.2% และ 17.3% ตามลำดับ จากทิศทางของบริษัทที่จะหันมาเน้นการเติบโตของรายได้จากการบริการหนุนจากการให้บริการด้าน Cloud, การให้บริการ Maintenance Agreement (M/A), การบริการ Software, การให้บริการการติดตั้งระบบ, การให้บริการ Software Skyfrog, การให้บริการ T.Support/T.Support Plus และการให้บริการวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analytics)
- 3) อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2023-25 คาดทยอยปรับเพิ่มขึ้นเป็น 22.8%, 23.9% และ 25.5% จากที่บริษัทมาเน้นการให้บริการมากขึ้น ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่ารายได้จากการขาย
- 4) ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อรายได้ (SG&A to sales) คาดจะยังมีแนวโน้มปี 2023-25 ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 17.4%, 18.0% และ 18.2% ตามลำดับ โดยในปี 2023 และ 2024 จะมีรายการค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวเข้า IPO ขณะที่ปี 2025 จะมีการลงทุนระบบ ERP และค่าใช้จ่าย marketing event ใหญ่ฉลองครบรอบ 20 ปีของบริษัท

**Exhibit 9: Total Revenue (MB)**



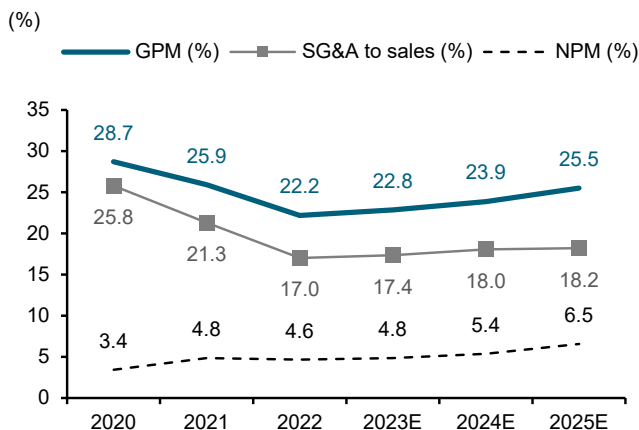
Sources: TERA; FSSIA estimates

**Exhibit 10: Net Profit (MB)**



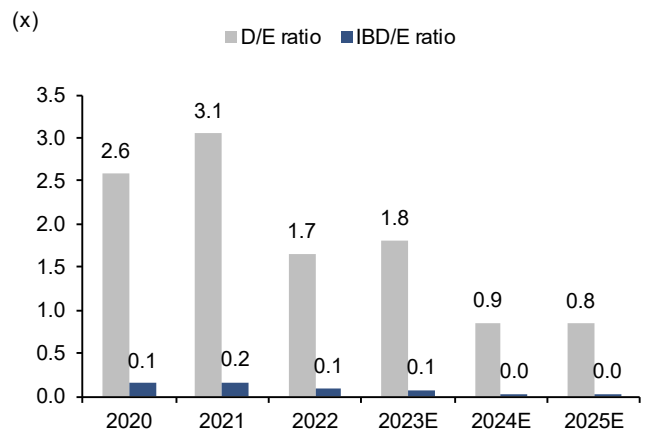
Sources: TERA; FSSIA estimates

**Exhibit 11: Profitability**



Sources: TERA; FSSIA estimates

**Exhibit 12: Leverage ratio**



Sources: TERA; FSSIA estimates

## ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TERA ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 15.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 2024E P/E ของบริษัทประกอบธุรกิจออกแบบ ติดตั้ง จัดจำหน่ายอุปกรณ์ด้านไอที รวมถึงให้บริการด้านไอที 6 ราย ประกอบด้วย AIT, INET, ITEL, MFEC, SVOA และ SYNEX รวมถึงเทียบเคียงกับบริษัทที่ทำธุรกิจคล้ายกันในประเทศ

ดังนั้น เราเลือกประเมินหุ้น TERA โดยอิง PE ที่ 15.0 เท่า และคาดการณ์ EPS ปี 2024 ที่ 0.15 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2024 ที่ 2.20 บาทต่อหุ้น

### Exhibit 13: Global peers comparison

Company	BBG	Market Cap (USD m)	NPM		- NPAT growth -		PE		ROE		PBV		EV/ EBITDA	
			24E (%)	25E (%)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
Cognizant Tech Solutions	CTSH US	38,204	11.8	12.0	4.1	6.7	16.6	15.4	16.6	16.3	2.6	2.4	10.3	9.7
Tata Consultancy	TCS IN	176,168	19.1	19.5	8.8	11.1	31.9	28.6	49.5	51.8	15.7	14.2	22.3	20.0
Sopra Steria	SOP FP	4,758	6.2	6.6	18.3	11.4	11.3	10.1	18.2	18.1	1.9	1.7	7.2	6.7
Computacenter	CCC LN	4,172	2.8	2.9	4.4	7.1	16.0	14.9	20.0	19.2	3.1	2.8	8.3	7.8
Redington	REDI IN	1,959	1.3	1.4	(14.6)	16.8	13.3	11.4	17.0	18.1	2.2	2.0	9.6	8.0
Fujian Torch Electron Tech	603678 CH	1,245	15.1	17.7	47.3	42.1	15.8	11.1	9.5	12.1	1.5	1.3	10.4	7.9
Atos	ATO FP	260	2.6	3.3	33.2	30.8	1.1	0.8	6.1	8.1	0.1	0.1	3.9	3.3
Shanghai Yct Electronics	301099 CH	373	6.0	7.0	119.9	38.7	15.1	10.9	14.7	17.2	2.2	1.9	11.0	8.9
<b>Total average</b>		<b>227,139</b>	<b>8.1</b>	<b>8.8</b>	<b>8.0</b>	<b>11.3</b>	<b>15.1</b>	<b>12.9</b>	<b>18.9</b>	<b>20.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>10.4</b>	<b>9.0</b>

Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

### Exhibit 14: Local peers : Trailing PER 2016-2024

2016-2024	AIT	MFEC	SVOA	SYNEX	INET	ITEL	Average
Average	13.2	12.1	12.9	16.9	14.1	20.9	<b>15.0</b>
Ex-outlier Average	13.2	12.1	12.8	16.1	14.1	19.6	<b>14.7</b>
Ex-Covid Average	14.0	12.7	13.3	15.6	14.2	20.6	<b>15.0</b>

Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

## โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

TERA มีทุนจดทะเบียน 120 ลบ. เรียกชำระแล้ว 75 ลบ. แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 150 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 90 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 120 ลบ. แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 240 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 37.50% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO ทั้งนี้จำนวนหุ้นดังกล่าวเสนอขายต่อผู้ถือหุ้นของ NEX ที่มีสิทธิจองซื้อหุ้นตามสัดส่วนการถือหุ้น (Pre-emptive Rights) ไม่เกิน 45.9 ล้านหุ้น คิดเป็น 51% ของจำนวนหุ้นที่ IPO ครั้งนี้

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) ลงทุนในระบบ Cloud เพื่อเพิ่มปริมาณการให้บริการ T.Cloud แก่ลูกค้าที่ต้องการใช้ Local Cloud ในการจัดเก็บข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์
- 2) ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องเพื่อเพิ่มศักยภาพ เพื่อรองรับการเติบโตของบริษัท
- 3) เงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

### Exhibit 15: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ TERA

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO		หลัง IPO	
		จำนวนหุ้น	สัดส่วน	จำนวนหุ้น	สัดส่วน
1	บมจ. เน็กซ์ พอยท์	76,500,000	51.00%	76,500,000	31.88%
2	นายสุรสิทธิ์ คิวประสพศักดิ์	20,668,604	13.78%	20,668,604	8.61%
3	นายจิราวัฒน์ จารุจิตพันธ์ุ	18,867,275	12.58%	18,867,275	7.86%
4	นายบุญชัย ตั้งวัฒนาพรชัย	10,099,470	6.73%	10,099,470	4.21%
5	นายดำรง จิรเสาวภาคย์	6,457,983	4.31%	6,457,983	2.69%
6	นายศุทธิสันติ สุทัศน์ ณ อยุธยา	5,624,513	3.75%	5,624,513	2.34%
7	นายศรัณย์ บุญธรรมธนะรุ่ง	2,485,707	1.66%	2,485,707	1.04%
8	นายศราวุธ ร่วมสนิท	2,276,124	1.52%	2,276,124	0.95%
9	นายธนวัฒน์ เลิศวัฒนารักษ์	1,426,531	0.95%	1,426,531	0.59%
10	นางสาวศรีรัตน์ ชูโชติถาวร	1,426,531	0.95%	1,426,531	0.59%
11	นางนิตยา ลี	1,132,694	0.76%	1,132,694	0.47%
12	นายพรชัย ก้องโลก	897,383	0.60%	897,383	0.37%
13	นางสาววรรณณ อภิธนาวิทย์	666,906	0.44%	666,906	0.28%
14	นายอำนาจ ลักษณะภู	443,809	0.30%	443,809	0.18%
15	นายเชาวน์ฤทธิ ศักดิ์ศิริรัฐติกุล	443,809	0.30%	443,809	0.18%
16	นางสาวแววมยุรี แซ่ลิ้ม	321,034	0.21%	321,034	0.13%
17	นางสาวกิตติยา อุทกโยธะ	261,627	0.17%	261,627	0.11%
	<b>รวม</b>	<b>150,000,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>150,000,000</b>	<b>62.50%</b>
	<b>ประชาชน (IPO)</b>			<b>90,000,000</b>	<b>37.50%</b>
	<b>รวม</b>	<b>150,000,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>240,000,000</b>	<b>100.00%</b>

Sources: TERA; FSSIA's compilation

## นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิ (งบการเงินเฉพาะบริษัท) หลังหักเงินสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายกำหนดและตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับคณะกรรมการบริษัทจะพิจารณาการจ่ายเงินปันผล โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นเป็นหลัก และการจ่ายเงินปันผลนั้นจะต้องไม่มีผลกระทบต่อการทำงานตามปกติอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะการเงิน สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็นและความเหมาะสมอื่นใดในอนาคตและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัทตามที่คณะกรรมการบริษัท และ/หรือผู้ถือหุ้นเห็นสมควร

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้จัดจำหน่ายสินค้า (Supplier) รายใหญ่

บริษัทเป็นผู้จัดจำหน่ายอุปกรณ์เครือข่ายไอทีและฮาร์ดแวร์/ซอฟต์แวร์ที่เกี่ยวข้องกับระบบโครงสร้างพื้นฐานเทคโนโลยีสารสนเทศ ให้บริการเช่าใช้ซอฟต์แวร์ โดยบริษัทเป็นพันธมิตรกับเจ้าของเทคโนโลยีระดับโลก (Certified Partner) หลายราย อาทิ HPE, DELL Technologies, IBM, Microsoft, AWS, VMware, Veeam เป็นต้น บริษัทจะต้องจัดหาสินค้าของเจ้าของเทคโนโลยีดังกล่าวผ่านทางผู้จัดจำหน่ายหลัก (Distributor) ของแต่ละรายเท่านั้น โดยกลุ่มบริษัทไม่มีการทำสัญญาซื้อสินค้าและบริการระยะยาวกับผู้จัดจำหน่ายหลักรายใดเลย โดยกลุ่มบริษัทจัดหาสินค้าและบริการจากผู้จัดจำหน่ายหลักในประเทศ 3 รายแรกคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 60%-70% ของมูลค่าการซื้อสินค้าและบริการทั้งหมดในแต่ละปี

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี

กลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจเป็นผู้จัดจำหน่ายอุปกรณ์ด้านไอทีและให้บริการเกี่ยวกับระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information and Communication Technology: ICT) ขนาดใหญ่แบบครบวงจร ทำให้บริษัทต้องติดตามข้อมูลข่าวสารด้านเทคโนโลยีอย่างใกล้ชิดเพื่อพร้อมรับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น และสร้างโอกาสในการดำเนินธุรกิจให้กับบริษัท อย่างไรก็ตามกรณีที่บริษัทไม่สามารถปรับตัวกับการเปลี่ยนแปลง และ/หรือไม่สามารถเข้าถึงผลิตภัณฑ์ใหม่ได้ อาจส่งผลให้บริษัทมีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ลดลงและ/หรือล้าสมัย ไม่สามารถนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจทำให้บริษัทมีส่วนแบ่งทางการตลาดลดลง และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานได้

### ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานที่มีความเชี่ยวชาญ

ในการดำเนินธุรกิจของบริษัทต้องอาศัยผู้ที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์เฉพาะด้าน ไม่ว่าจะเป็นด้านเทคโนโลยีโครงสร้างพื้นฐาน (Technology Infrastructure) ด้านซอฟต์แวร์ระบบ (System Software) และความเชี่ยวชาญด้านโปรแกรมต่างๆ เพื่อที่จะสามารถให้บริการแก่ลูกค้าและตอบโต้ความต้องการของลูกค้าได้อย่างดีที่สุด และพร้อมรับการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี ดังนั้นบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านจึงมีความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจและการประสบความสำเร็จของบริษัทเป็นอย่างมาก ดังนั้นการย้ายงาน หรือลาออกของผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทาง อาจทำให้บริษัทไม่สามารถสรรหาหรือพัฒนาบุคลากรที่เหมาะสมมาทดแทนได้ทัน และอาจทำให้ได้รับผลกระทบทั้งในด้านการดำเนินงานและชื่อเสียงของบริษัท

### ความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกที่ส่งผลต่อความสม่ำเสมอของรายได้

บริษัทมีฐานรายได้เฉลี่ยประมาณ 50%-55% ของรายได้รวมต่อปี มาจากงานโครงการกลุ่มธุรกิจจัดจำหน่ายโซลูชันและให้บริการที่เกี่ยวข้องกับระบบโครงสร้างพื้นฐานทางด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร และระบบรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์ (On-Premise Hardware & Cyber Security) ซึ่งลูกค้าส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นลูกค้าภาคเอกชน การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี ภาวะเศรษฐกิจงบประมาณการลงทุนและงบประมาณการบำรุงรักษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศขององค์กรต่างๆ ส่งผลต่อความสม่ำเสมอของรายได้ของบริษัท โดยบริษัทมีระยะเวลาในการติดตั้ง จนถึงส่งมอบงานให้กับลูกค้าเฉลี่ย 7-15 วัน ประกอบกับบริษัทสามารถรับรู้รายได้ต่อเมื่องานนั้นเสร็จเรียบร้อยและส่งมอบให้กับลูกค้าแล้ว ดังนั้น หากบริษัทไม่สามารถจัดหางานโครงการใหม่เพื่อทดแทนงานโครงการเดิมที่แล้วเสร็จได้ บริษัทอาจจะประสบปัญหาความไม่ต่อเนื่องของรายได้

## Financial Statements

### Supreme Distribution

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	391	555	599	664	734
Cost of goods sold	(289)	(432)	(463)	(506)	(547)
<b>Gross profit</b>	<b>101</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	<b>159</b>	<b>187</b>
Other operating income	5	5	5	5	5
Operating costs	(83)	(94)	(104)	(120)	(134)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>46</b>	<b>61</b>
Depreciation	(5)	(6)	(2)	(3)	(3)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>58</b>
Net financing costs	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>58</b>
Tax	(4)	(7)	(7)	(7)	(10)
<b>Profit after tax</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.22	0.17	0.19	0.15	0.20
Reported EPS	0.22	0.17	0.19	0.15	0.20
DPS	0.10	0.08	0.15	0.05	0.07
Diluted shares (used to calculate per share data)	86	150	150	240	240
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	23.7	42.2	8.0	10.8	10.4
Operating EBITDA (%)	57.6	39.4	0.7	15.7	32.9
Operating EBIT (%)	75.9	44.2	12.0	15.9	34.3
Recurring EPS (%)	75.9	(21.8)	12.2	(23.1)	34.9
Reported EPS (%)	75.9	(21.8)	12.2	(23.1)	34.9
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	25.9	22.2	22.8	23.9	25.5
Gross margin exc. depreciation (%)	27.2	23.3	23.2	24.3	25.9
Operating EBITDA margin (%)	7.3	7.1	6.6	6.9	8.3
Operating EBIT margin (%)	5.9	6.0	6.3	6.5	8.0
Net margin (%)	4.8	4.6	4.8	5.4	6.5
Effective tax rate (%)	16.6	20.4	19.6	16.8	16.8
Dividend payout on recurring profit (%)	45.4	48.9	75.8	34.3	37.1
Interest cover (X)	30.3	32.1	25.5	69.3	100.6
Inventory days	38.0	32.2	30.8	26.9	25.5
Debtor days	66.3	51.1	45.1	48.6	48.7
Creditor days	217.4	154.5	138.0	141.0	142.5
Operating ROIC (%)	(106.8)	1,185.0	152.4	62.0	50.1
ROIC (%)	51.6	49.3	37.4	28.1	28.1
ROE (%)	25.3	25.2	22.5	16.3	15.0
ROA (%)	6.7	8.1	8.6	7.7	8.2
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales	195	310	301	309	316
Service income	196	245	299	356	417

Sources: Supreme Distribution; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Supreme Distribution

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	19	26	29	36	48
Depreciation	5	6	2	3	3
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Change in working capital	(10)	(25)	(2)	(61)	(6)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>30</b>	<b>(23)</b>	<b>45</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	-	(3)	(3)	(4)	(4)
Net acquisitions & disposals	4	(6)	(9)	(4)	(5)
Other investments (net)	(1)	(1)	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>3</b>	<b>(10)</b>	<b>(12)</b>	<b>(8)</b>	<b>(9)</b>
Dividends paid	(9)	(13)	(22)	(12)	(18)
Equity finance	0	32	0	149	0
Debt finance	3	(3)	0	(1)	(1)
Other financing cash flows	0	(2)	1	1	1
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(6)</b>	<b>15</b>	<b>(21)</b>	<b>137</b>	<b>(17)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>(3)</b>	<b>107</b>	<b>19</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	18.22	(2.12)	18.97	(29.95)	37.07
Free cash flow to equity (FCFE)	19.93	(7.80)	18.50	(30.42)	36.95

#### Per share (THB)

FCFF per share	0.12	(0.01)	0.13	(0.20)	0.94
FCFE per share	0.13	(0.05)	0.12	(0.20)	0.93
Recurring cash flow per share	0.28	0.21	0.21	0.16	0.21

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	34	35	37	39	41
Less: Accumulated depreciation	(28)	(31)	(32)	(33)	(34)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	87	99	96	202	221
A/C receivable	91	64	84	93	103
Inventories	34	41	37	38	39
Other current assets	56	69	84	155	171
<b>Current assets</b>	<b>269</b>	<b>273</b>	<b>300</b>	<b>488</b>	<b>534</b>
Other assets	32	41	50	55	61
<b>Total assets</b>	<b>324</b>	<b>333</b>	<b>370</b>	<b>564</b>	<b>617</b>
Common equity	80	125	132	305	335
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>80</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>305</b>	<b>335</b>
Long term debt	10	8	7	7	6
Other long-term liabilities	32	35	43	47	52
<b>Long-term liabilities</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
A/C payable	198	162	186	203	222
Short term debt	3	3	3	2	2
Other current liabilities	0	0	0	0	0
<b>Current liabilities</b>	<b>202</b>	<b>165</b>	<b>188</b>	<b>206</b>	<b>224</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>324</b>	<b>333</b>	<b>370</b>	<b>564</b>	<b>617</b>
Net working capital	(18)	12	19	82	91
Invested capital	37	71	89	159	174

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

#### Per share (THB)

Book value per share	0.93	0.83	0.88	1.27	1.40
Tangible book value per share	0.74	0.74	0.78	1.21	1.33

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	(93.0)	(70.9)	(64.8)	(63.3)	(63.5)
Net debt/total assets (%)	(23.0)	(26.7)	(23.1)	(34.2)	(34.5)
Current ratio (x)	1.3	1.7	1.6	2.4	2.4
CF interest cover (x)	27.0	(3.2)	16.0	(41.9)	260.1

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>10.0</b>	<b>12.8</b>	<b>11.4</b>	<b>14.8</b>	<b>11.0</b>
EV/EBITDA @ target price (x) **	4.0	6.1	6.1	7.3	5.2

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

Sources: Supreme Distribution; 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 <b>THSI inclusion</b> , 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. <b>SETTHSI Index</b> 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.																			
<b>CG Score</b> 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%).																			
<b>AGM level</b> 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&amp;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.																			
<b>Thai CAC</b> 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.																			
<b>Morningstar Sustainalytics</b>	The Sustainalytics' 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 &amp; 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 border="1" style="margin-top: 10px;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </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+																	
<b>ESG Book</b>	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.																			
<b>MSCI</b>	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 border="1" style="margin-top: 10px;"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3"><b>Leader:</b></td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3"><b>Average:</b></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><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570	<b>A</b>	5.714-7.142	<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285	<b>B</b>	1.429-2.856	<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
<b>AA</b>	7.143-8.570																				
<b>A</b>	5.714-7.142																				
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
<b>BB</b>	2.857-4.285																				
<b>B</b>	1.429-2.856																				
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
<b>Moody's ESG solutions</b>	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.																				
<b>Refinitiv ESG rating</b>	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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																				
<b>S&amp;P Global</b>	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.																				
<b>Bloomberg</b>	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.