

บริษัท เอ็นแอล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

สร้างการเติบโต บนฐานมั่นคง



THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES, CANADA OR JAPAN. THIS SPECIAL REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED TO ANY OTHER PERSON.

IMPORTANT DISCLOSURES, INCLUDING ANY REQUIRED RESEARCH CERTIFICATIONS, ARE PROVIDED AT THE END OF THIS REPORT.

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส-ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ บริษัท เอ็นแอล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) รายละเอียดเพิ่มเติมท่านสามารถดูได้จากหนังสือชี้ชวนการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของหลักทรัพย์ดังกล่าว การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส-ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็น การนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

NL Development

สร้างการเติบโต บนฐานมั่นคง

- บริษัทมีความโดดเด่นในการก่อสร้างสถานพยาบาลและความสามารถในการควบคุมต้นทุนการก่อสร้างที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ค่าตัวกำไรสุทธิใน FY22-25F จะเติบโตเฉลี่ย 52.7% CAGR ขณะที่ EPS คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 38.1% CAGR
- Backlog ณ สิ้น 2Q23 จะสามารถประกันรายได้แล้ว 29% ของคาดการณ์รายได้ 2,617 ล้านบาท ในปี FY24 และคาดว่าจะมีการเข้าประมูลโครงการต่อเนื่องส่งผลให้มี Backlog ณ FY23 ที่ 4,719 ล้านบาท
- เราประเมินมูลค่าของ NL อิง P/E FY24 ที่ 19.5x เท่า ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 5.90 บาท

ประสบการณ์สูงสร้างความเชี่ยวชาญในงานที่มีความซับซ้อน

บริษัท เอ็นแอล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ NL ก่อตั้งเมื่อ 3 ธันวาคม 1981 เพื่อประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างครอบคลุมการสำรวจ ออกแบบ และก่อสร้างงานอาคาร ซึ่งรวมถึงงานโครงสร้างสถาปัตยกรรม และงานระบบประกอบอาคาร นอกจากนี้ยังมี บริษัท พาร์เซคอน จำกัด หรือ PSC (บริษัทย่อย) ให้บริการจัดหาแรงงานก่อสร้างเพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของบริษัทฯ ลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแรงงานจากบุคคลภายนอก และมีการจัดการต้นทุนการก่อสร้าง โดยมีโรงงานตัดและตัดเหล็กเส้นและโรงงานผลิตเฟอริต์เจอร์บางประเภทเพื่อใช้ประกอบงานรับเหมา

เร่งเติม Backlog เข้าประมูลโครงการมูลค่าสูงขึ้น

ณ สิ้น 1H23 บริษัทมีมูลค่างานคงเหลือในมือ (Backlog) อยู่ 2,086 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะสามารถประกันรายได้แล้ว 29% ของคาดการณ์รายได้ 2,617 ล้านบาท ในปี FY24 โดยเราประมาณการว่าบริษัทจะสามารถเข้าประมูลงานได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในแง่ของจำนวนและมูลค่าโครงการ ส่งผลให้ Backlog ณ สิ้นปี FY23-25F อยู่ที่ 4,719 ล้านบาท 4,716 ล้านบาท และ 4,192 ล้านบาท ตามลำดับจากการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ที่คาดว่าจะทำให้มีงบประมาณเข้ามาสนับสนุนมากขึ้น จำนวนผู้สูงอายุที่เพิ่มขึ้น และผู้ป่วยต่างชาติที่เริ่มกลับเข้ามา

แผนควบคุมต้นทุนที่ดี สะท้อนได้จากกำไรเติบโต

เราประมาณการว่า NL จะมีอัตรากำไรสุทธิที่ 5.6% ในปี FY23, 5.7% ในปี FY24 และ 6.0% ในปี FY25 (vs 4.7% ใน FY22 และ 5.9% ใน 1H23) แม้อัตรากำไรขั้นต้นอาจปรับตัวลดลงจากลักษณะโครงการที่มีมูลค่าสูงขึ้น (มาร์จิ้นที่ต่ำกว่าโครงการขนาดเล็กที่บริษัทเข้าประมูลในช่วงโควิด-19) แต่คาดว่าจะสามารถชดเชยได้ด้วยอัตราส่วนค่าใช้จ่ายการบริหารต่อรายได้ที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงมากกว่าจากรายได้ที่เติบโตก้าวกระโดดทำให้เกิดการประหยัดจากขนาด โดยเฉพาะในฝั่งของค่าใช้จ่ายบุคลากรซึ่งเป็นต้นทุนคงที่

ประเมินมูลค่า NL ที่ 2.55 พันล้านบาท หรือ P/E 19.5x ในปี 2024

จากการประมาณการกำไร FY24F ที่ 151 ล้านบาท เราคาดมูลค่ากิจการหลัง IPO ที่ 2.95 พันล้านบาทหรือ 5.90 บาทต่อหุ้น อิงประมาณการ EPS ปี FY24F ที่ 0.30 บาท และ P/E ที่ 19.5x ซึ่งเท่ากับ P/E เฉลี่ยของกลุ่มปี 2024 โดยเราคาดว่า NL จะมีการเติบโตเฉลี่ย CAGR ของ EPS สำหรับปี FY22-25 ที่สูงกว่าที่ 38.1% (เทียบค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 30.3%) จากการเข้าประมูลโครงการที่สูงขึ้น รวมถึงมีการบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพหนุนอัตรากำไรสุทธิและการเติบโตระยะยาว

Financial Summary	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Revenue (THBm)	1,385	1,219	2,328	2,637	3,432
Operating EBITDA (THBm)	110	102	189	218	286
Net Profit (THBm)	57	58	129	151	205
Net Profit Growth	13%	1%	125%	17%	36%
Core EPS (THB)	0.16	0.16	0.26	0.30	0.41
Core EPS Growth	13%	-5%	66%	17%	36%
FD Core P/E (x)	36.0	37.9	22.8	22.9	14.4
DPS (THB)	0.08	0.39	0.10	0.12	0.16
Dividend Yield	1.4%	6.7%	1.8%	2.1%	2.8%
EV/EBITDA (x)	19.42	21.93	21.68	17.95	15.55
P/FCFE (x)	(6.03)	20.16	7.83	(20.95)	4.79
Net Gearing (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
P/BV (x)	3.33	3.90	2.10	1.97	1.82
Recurring ROE	9.5%	9.8%	13.2%	10.4%	13.2%

SOURCE: CGS-CIMB RESEARCH ESTIMATES.

Analyst

Pantaree THUANANOM

T (66) 2 761 9227

E pantaree.th@cgs-cimb.com

แนวโน้มธุรกิจ

➤ ก้าวผ่านมรสุมช่วงโควิด-19 พร้อมเดินหน้าเต็มที่

ในปี FY20-22 NL มีกำไรสุทธิอยู่ที่ 50.9 ล้านบาท 57.3 ล้านบาท 57.6 ล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามลำดับ โดยแม้บริษัทจะมีรายได้ที่ลดลงราว 12-18% ต่อปี จากมาตรการ lockdown และการปิดไซต์งานก่อสร้างเพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้เกิดความล่าช้าในโครงการที่ดำเนินการอยู่และการส่งมอบงาน รวมถึงเกิดการเลื่อนการประมูลโครงการใหม่หลายโครงการทั้งในภาครัฐและภาคเอกชน แต่เนื่องจากบริษัทสามารถจัดการบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะต้นทุนค่าก่อสร้าง ส่งผลให้อัตรารวณต้นทุนค่าก่อสร้างต่อรายได้มีที่ปรับตัวลดลงจาก 28% ใน FY20 เป็น 22% ใน FY21-22 และทำให้อัตรากำไรขั้นต้นสามารถปรับตัวขึ้นได้จาก 14.2% ใน FY20 เป็น 16.9% ใน FY21 และ 19.5% ใน FY22

ขณะที่ในปี FY23 สถานการณ์การระบาดของโควิด-19 กลับสู่ช่วงปกติแล้ว รวมถึงยังมีการเปิดประเทศที่ทำให้นักท่องเที่ยวรวมถึงผู้ช่วยต่างชาติสามารถเดินทางเข้ามารักษาได้มากขึ้น นอกจากนี้การจัดตั้งรัฐบาลใหม่ทำให้เราคาดว่าจะมีงบประมาณเข้ามาสนับสนุนในภาคสาธารณสุขมากขึ้น จากการเล็งเห็นถึงความสำคัญของสถานพยาบาลในช่วงการระบาด รวมถึงอุปสงค์ที่สูงขึ้นตามจำนวนผู้สูงอายุในประเทศและการใส่ใจสุขภาพของคนในประเทศ เราจึงคาดว่าจะรายได้สำหรับปี FY23-25F จะอยู่ที่ 2,328 ล้านบาท (+91.0% yoy) 2,637 ล้านบาท (+13.3% yoy) และ 3,432 ล้านบาท (+30.1% yoy) ตามลำดับ

➤ ประมูลโครงการเพิ่ม เดิม Backlog ในอนาคต

ณ สิ้น 1H23 บริษัทมีมูลค่างานคงเหลือในมือ (Backlog) อยู่ 2,086 ล้านบาท ซึ่งเราคาดว่าจะรับรู้เป็นรายได้จำนวน 1,156 ล้านบาท ใน 2H23, จำนวน 754 ล้านบาท ใน FY24 และที่เหลืออีก 176 ล้านบาท ใน FY25 ดังนั้นยอด Backlog จะสามารถประกันรายได้แล้ว 29% ของคาดการณ์รายได้ 2,617 ล้านบาท ในปี FY24

เราประมาณการ Backlog ณ สิ้นปี FY23-25F อยู่ที่ 4,719 ล้านบาท 4,716 ล้านบาท และ 4,192 ล้านบาท ตามลำดับ เนื่องจากเราเชื่อว่าใน 2H23 NL จะสามารถประมูลงานโครงการสถานพยาบาลที่มีมูลค่าสูงเพิ่มเข้ามาใน backlog ได้จากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้นตามสถานการณ์การเมืองในประเทศที่ชัดเจน และการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ที่คาดว่าจะทำให้มีงบประมาณเข้ามาสนับสนุนมากขึ้น โดยคาดว่า จะเริ่มมีการรับรู้รายได้เข้ามาในปี 2024 ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่หนุนการเติบโตของบริษัท นอกจากนี้ เราคาดว่าจะบริษัทจะสามารถเข้าประมูลงานได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในแง่ของจำนวนและมูลค่าโครงการ อยู่ที่ปีละ 7-9 โครงการ โดยมูลค่างานเฉลี่ยจะอยู่ที่ราว 350 ล้านบาท และจำนวนอายุโครงการเฉลี่ยที่ประมาณ 2 ปี

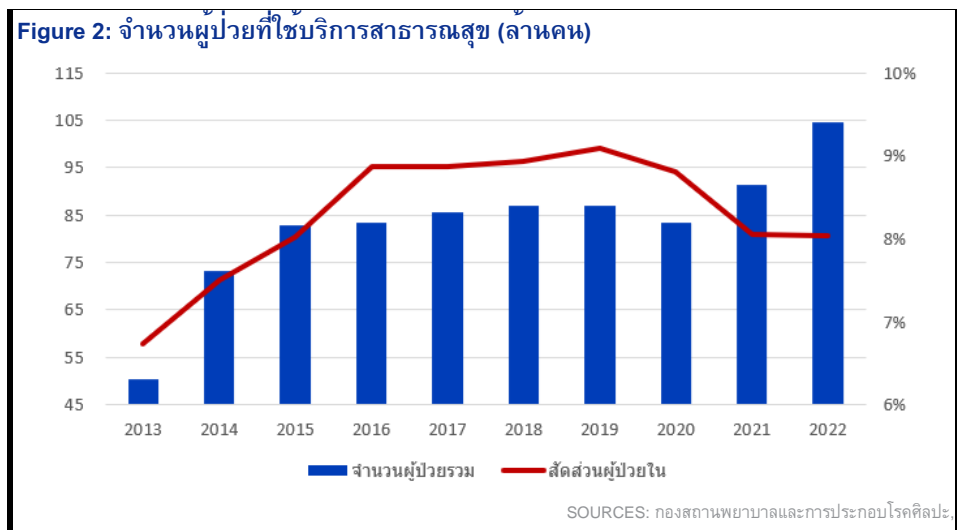
Figure 1: Backlog ณ สิ้น 2Q23 (ล้านบาท)

รายชื่อโครงการ	แผนการส่งมอบ	มูลค่าโครงการ	มูลค่าคงเหลือ	งานที่แล้วเสร็จ
อาคารผู้ป่วยนอก 9 ชั้น และที่จอดรถใต้ดิน	2023	1,546.5	3.6	99.8%
ก่อสร้างอาคารศูนย์มะเร็งเฉลิมพระเกียรติ	2023	1,331.3	179.6	86.5%
ก่อสร้างอาคารที่ทำการสำนักงานศาลยุติธรรม	2023	1,263.1	138.6	89.0%
ก่อสร้างอาคารอุบัติเหตุและฉุกเฉินโรงพยาบาลราชวิถี	2025	821.7	615.8	25.1%
ปรับปรุงอาคารนวมินทร์ธานี และอาคารศัลยกรรมกระดูก	2024	821.9	442.8	46.1%
ก่อสร้างโรงพยาบาลพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหาร	2024	743.2	603.8	18.8%
ก่อสร้างอาคารหอพักแพทย์และพยาบาล	2023	572.5	0.5	99.9%
อาคารบริการวิชาการ ระยะที่ 2	2023	352.8	3.2	99.1%
ปรับปรุงอาคาร คสท. สูง 5 ชั้น	2024	58.8	46.3	21.3%
อาคารสำนักงานและศูนย์คอมพิวเตอร์ (เพิ่มเติม) อาคาร Nation ITMX	2023	60.0	51.5	14.1%
รวม		7,572	2,086	72.5%

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

จากสถานการณ์การระบาดโควิด-19 ที่ผ่านมามีทั้งภาคเอกชนและรัฐบาลมีความต้องการที่จะขยายโรงพยาบาลมากขึ้น รวมถึงอุปสงค์ของการใช้บริการโรงพยาบาลที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจะมาจาก 1.จำนวนผู้สูงอายุในประเทศที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 2.ผู้ป่วยต่างชาติที่เริ่มกลับเขามารักษาในไทยมากขึ้น และ 3.การดูแลสุขภาพมากขึ้นของคนในประเทศ

โดยจาก figure 2 เห็นได้ว่าจำนวนผู้ป่วยที่เข้ามาใช้บริการสาธารณสุขมีจำนวนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2013-2022 คิดเป็นการเติบโตที่ราว 8.5% CAGR แบ่งเป็นผู้ป่วยนอกมีการเติบโตที่ 8.3% CAGR และผู้ป่วยในมีการเติบโตอยู่ที่ 10.8% CAGR เป็นปัจจัยสนับสนุนให้เกิดการลงทุนทั้งในโรงพยาบาลภาครัฐและเอกชนให้เติบโตขึ้นต่อไป นอกจากนี้เนื่องจากการประมูลในภาครัฐส่วนใหญ่บริษัทจะต้องเป็นคนออกค่าใช้จ่ายในการดำเนินการก่อสร้างไปก่อน และจะรับรายได้เมื่อส่งมอบงานทำให้เงินหมุนเวียนในบริษัทเป็นข้อจำกัดอย่างหนึ่งในการเข้าประมูล อย่างไรก็ตามมองว่าการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์จะทำให้บริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนและสามารถเข้าประมูลงานที่มากขึ้นได้ รวมถึงจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและสร้างชื่อเสียงของบริษัทให้เป็นรู้จักมากขึ้นช่วยหนุนการเติบโตของบริษัทได้ในระยะยาว



➤ ฝีมือโดดเด่นในกลุ่มโครงสร้างสถานพยาบาล

บริษัทมีประสบการณ์การรับงานก่อสร้างสถานพยาบาลมาเป็นเวลากว่า 20 ปี มากกว่า 25 โครงการ ทำให้มีความเชี่ยวชาญเป็นพิเศษในการรับเหมางานที่มีความซับซ้อน หรือโครงสร้างที่มีการออกแบบเฉพาะทาง เช่น โรงพยาบาล อาคารสำนักงาน เรือรบ ซึ่งส่งผลให้บริษัทมีความได้เปรียบในการแข่งขันงานประมูลงานรับเหมาต่างๆ โดยเฉพาะงานการประมูลที่มีการให้คะแนนเพื่อประเมินความเชี่ยวชาญที่ต้องการความปลอดภัยสูง

โดยที่ผ่านมาบริษัทมีผลงานในการก่อสร้างโรงพยาบาลมากมายทั้ง โรงพยาบาลพระราม 9 โรงพยาบาลมหาชัย3 โรงพยาบาลสมิติเวช เป็นต้น ซึ่งจากการที่ลูกค้าส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นรัฐบาล ซึ่งมีข้อกำหนดและความละเอียดในการคัดเลือกที่เข้มงวด ทำให้ช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทในกลุ่มลูกค้าภาคเอกชน อีกทั้งบริษัทยังมีรายได้จากลูกค้าเดิมที่มีความต้องการขยายอาคารเพิ่มเติม หรือมีแผนที่จะก่อสร้างโครงการใหม่กลับมาใช้บริการจากทางบริษัทอยู่อย่างสม่ำเสมอ

Figure 3: ภาพตัวอย่างโครงการที่เสร็จสมบูรณ์แล้ว



อาคาร ภ.ป.ร. สว.อุฬาลงกรณ์



โรงพยาบาลสมิติเวช ศรีราชา



โรงพยาบาลมหาชัย 3

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, Company Websites

➤ ความคืบหน้า หัวใจหลักการก่อสร้าง

ต้นทุนวัสดุก่อสร้างหลักๆที่กระทบกับการดำเนินงานของกลุ่มรับเหมาคือค่าเหล็กและค่าซีเมนต์ โดยอ้างอิงสำนักงานนโยบายและยุทธศาสตร์การค้า ราคาสินค้าในกลุ่มซีเมนต์เฉลี่ยช่วงเดือน มกราคม-สิงหาคม 2023 มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 0.3% เทียบช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่ราคาสินค้าในหมวดเหล็กและผลิตภัณฑ์เหล็กมีการปรับตัวลดลงราว 4.1% จากราคาวัตถุดิบ เช่น บิลเล็ต และเศษเหล็กที่ลดลง โดยแนวโน้มในช่วงครึ่งปีหลังราคาสินค้าในกลุ่มซีเมนต์จะยังยืนสูงจากต้นทุนค่าแรงและไฟฟ้าที่สูงกว่าปีก่อนหน้า ขณะที่ราคาเหล็กจะยังอยู่ต่ำกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อน ซึ่งปัจจุบันการใช้เหล็กในประเทศไทยยังต้องพึ่งพาการนำเข้าเป็นหลัก (สัดส่วนการนำเข้าราวร้อยละ 60 ของอุปทานในประเทศ) ดังนั้นอุปสงค์ภาคก่อสร้างของตลาดโลก โดยเฉพาะจากจีนที่ยังมีปัญหา รวมถึงการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากหลายประเทศทั่วโลกจึงเป็นอีกปัจจัยชะลอความต้องการและการลงทุนในภาคก่อสร้าง ส่งผลให้มีการใช้เหล็กที่ลดลง

Figure 4: ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง

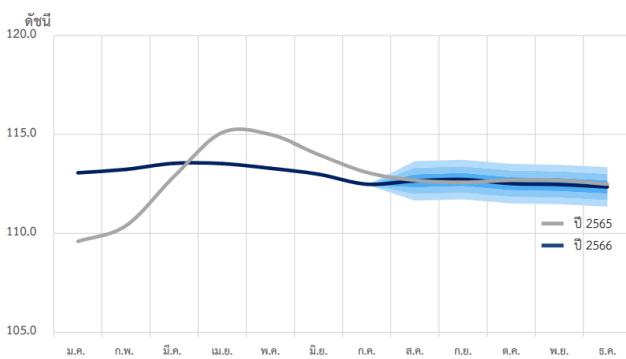
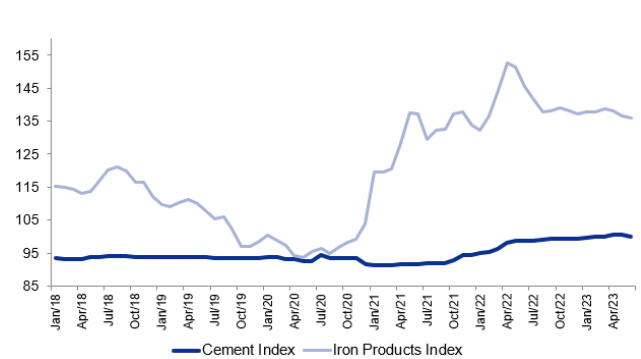


Figure 5: ดัชนีราคาเหล็ก และซีเมนต์



SOURCES: Ministry of Commerce, CGS-CIMB RESEARCH

บริษัทมีการบริหารต้นทุนโดยการนำเทคโนโลยี BIM มาใช้ในการถอดแบบโครงสร้างและการออกแบบอาคาร 3 มิติ เพื่อให้ตอบโจทย์ความซับซ้อนของสถาปัตยกรรมอาคารที่ลูกค้าต้องการ ส่งผลให้บริษัทสามารถประมาณการต้นทุนได้อย่างแม่นยำ และสามารถควบคุมอัตรากำไรให้อยู่ในกรอบเป้าหมายได้

บริหารต้นทุนด้วยโรงงานเหล็กเส้นและผลิตเฟอร์นิเจอร์

NL มีการบริหารจัดการต้นทุนวัสดุก่อสร้าง โดยเฉพาะเหล็กได้ดีเนื่องจากบริษัทมีการสร้างโกดังเก็บเหล็กเส้น ที่สามารถเก็บเหล็กเส้นได้ 5,000 ตัน ซึ่งสามารถบริหารความเสี่ยงได้เป็นอย่างดีในช่วงที่ราคาเหล็กเส้นปรับตัวขึ้น ส่งผลต่ออัตรากำไรที่มีความคงที่มากขึ้น รวมถึงลูกค้าส่วนใหญ่ของบริษัทที่อยู่ในภาครัฐทำให้บริษัทสามารถส่งผ่านต้นทุนวัสดุก่อสร้างไปยังลูกค้าได้หากต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงจากตอนประมูลงาน โดยจะมีการกำหนดเงื่อนไขปรับราคาจ้างในสัญญาตามสูตรค่า K (K Factor) ซึ่งเป็นดัชนีตัวเลขที่ใช้วัดการเปลี่ยนแปลงของค่าจ้าง เพื่อชดเชยมูลค่าสัญญาของโครงการในกรณีที่ต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยใน 2022 บริษัทได้รับค่า K จำนวน 27.83 ล้านบาท จาก 11 โครงการ ซึ่งเป็นเงื่อนไขในการปรับราคาจ้างจากราคาวัสดุที่เปลี่ยนแปลงสูงขึ้นจากการรับเหมาก่อสร้างในปี 2022

หมดปัญหาแรงงานขาดแคลน

บริษัท พาร์เซคอน จำกัด “PSC” ซึ่งเป็นบริษัทย่อย ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างให้บริการด้านแรงงาน ที่ช่วยดูแลเรื่องการจัดหาคนงานของบริษัททำให้บริษัทช่วยลดปัญหาด้านการขาดแคลนคนงานลงไปได้ มากกว่านั้นการมีแรงงานของบริษัทเอง จะสามารถช่วยให้บริษัททดลองและพัฒนาเทคนิคการก่อสร้างใหม่ๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อการพัฒนาคุณภาพงานก่อสร้างและลดระยะเวลาก่อสร้างได้ นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มความสามารถในการต่อรองกับผู้รับเหมาช่วงของบริษัท ซึ่งถือเป็นต้นทุนหลักของต้นทุนรับเหมารวมที่สัดส่วนราวร้อยละ 58

Figure 6: สัดส่วนต้นทุนเฉลี่ยใน 2020-22

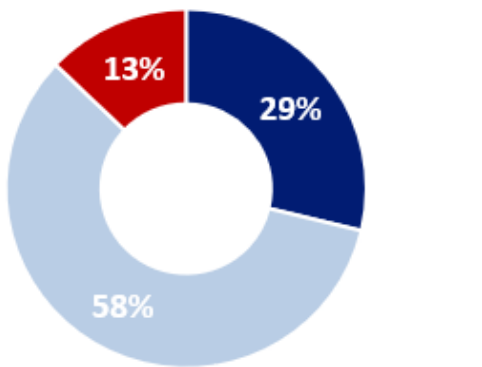
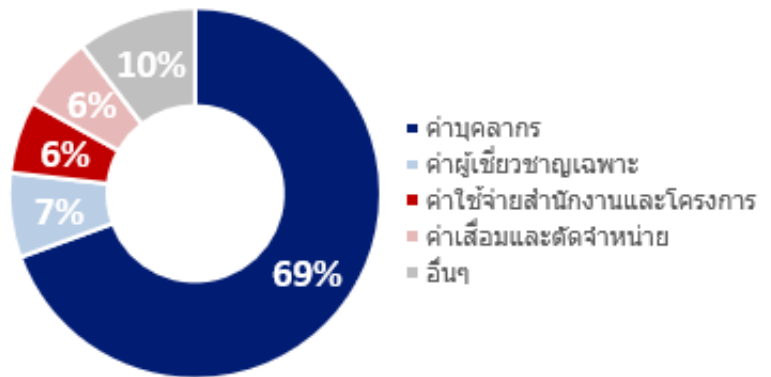


Figure 7: สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารเฉลี่ยใน 2020-22



■ ต้นทุนวัสดุก่อสร้าง ■ ต้นทุนผู้รับเหมาช่วง ■ ต้นทุนค่าโสหุ้ย

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

ประวัติบริษัท

พัฒนาอย่างต่อเนื่องของผู้เชี่ยวชาญโครงการซับซ้อน

บริษัท เอ็นแอล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ NL ก่อตั้งเมื่อ 3 ธันวาคม 1981 เพื่อประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างทั่วไป เริ่มแรกบริษัทฯ ให้บริการก่อสร้างสำหรับโครงการขนาดเล็กของหน่วยงานภาครัฐ ต่อมาได้ขยายขอบเขตครอบคลุมการสำรวจ ออกแบบ และก่อสร้างงานอาคาร ซึ่งรวมถึงงานโครงสร้าง (Structure) สถาปัตยกรรม (Architecture) และงานระบบประกอบอาคาร (Mechanical & Electrical: M&E) นอกจากนี้ ในปี 2022 บริษัทฯ ได้จัดตั้ง บริษัท พารเซคอน จำกัด หรือ PSC (บริษัทย่อย) ให้บริการจัดหาแรงงานก่อสร้างเพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของบริษัทฯ และลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแรงงานจากบุคคลภายนอก และมีการจัดการต้นทุนการก่อสร้าง โดยมีโรงงานตัดและตัดเหล็กเส้นและโรงงานผลิตเฟอร์นิเจอร์รับประเภทเพื่อใช้ประกอบงานรับเหมา ซึ่ง

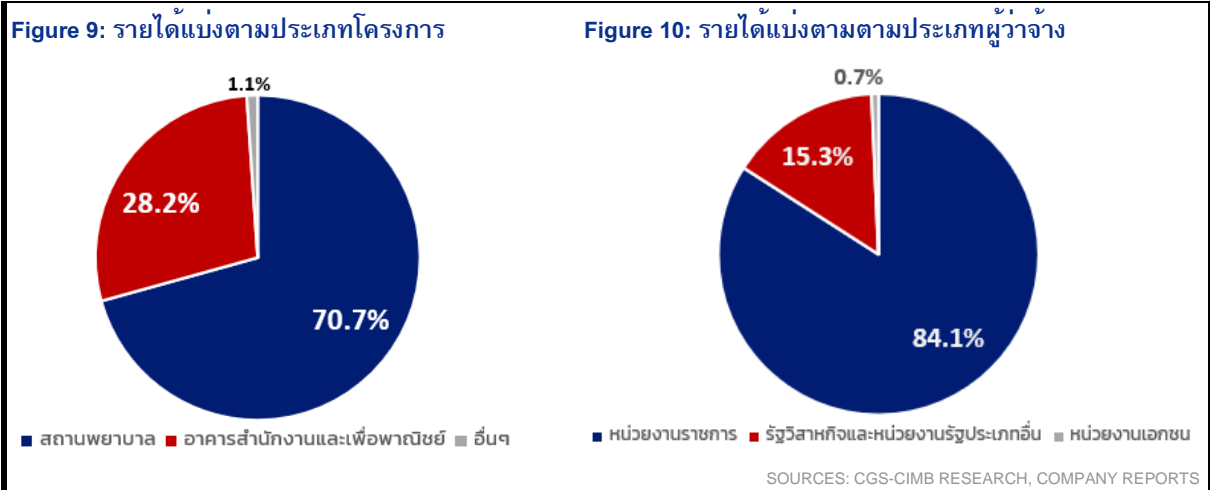
บริษัทฯ ให้บริการเป็นผู้รับเหมาโดยตรง (Main Contractor) ให้กับหน่วยงานราชการ รัฐวิสาหกิจและหน่วยงานรัฐประเภทอื่น และ หน่วยงานเอกชนทั่วประเทศ ซึ่งสามารถให้บริการงานรับเหมาก่อสร้างได้ทุกประเภทอาคารโดยมีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างอาคารที่มีโครงสร้างพิเศษ และมาตรฐานเฉพาะทาง เช่น อาคารสถานพยาบาล ปัจจุบันบริษัทฯ ได้รับการขึ้นทะเบียนเป็นผู้ประกอบการงานก่อสร้างและสมาชิกหน่วยงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการดำเนินธุรกิจ ดังนี้

- (1) ผู้ประกอบการงานก่อสร้างที่มีสิทธิเป็นผู้ยื่นข้อเสนอต่อหน่วยงานของรัฐ สาขางานก่อสร้างทางชั้น 4 หลักเกณฑ์คุณสมบัติทั่วไปและคุณสมบัติเฉพาะ โดยกรมบัญชีกลาง
- (2) ขึ้นทะเบียนผู้รับจ้างเหมางานก่อสร้างของกรุงเทพมหานคร ประเภทงานอาคาร ชั้น 1
- (3) ขึ้นทะเบียนผู้รับเหมาก่อสร้างทำเรือแห่งประเทศไทย ประเภทงานอาคาร ชั้น 1 และงานไฟฟ้า ชั้น 1
- (4) ขึ้นทะเบียนผู้รับเหมางานก่อสร้างของธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ประเภทงานก่อสร้าง ชั้น 1
- (5) ขึ้นทะเบียนผู้รับเหมาก่อสร้างบริษัท โทรคมนาคมแห่งชาติ จำกัด (มหาชน)
- (6) สมาชิกสมาคมอุตสาหกรรมก่อสร้างไทย ในพระบรมราชูปถัมภ์ ประเภทตลอดชีพ
- (7) สมาชิกวิศวกรรมสถานแห่งประเทศไทย ในพระบรมราชูปถัมภ์ ประเภทนิติบุคคล
- (8) สมาชิกสภาหอการค้าแห่งประเทศไทย ประเภทสามัญ
- (9) สมาคมส่งเสริมความปลอดภัยและอนามัยในการทำงาน (ประเทศไทย) ในพระราชูปถัมภ์

โครงสร้างรายได้ >

ในปี 2020 – 2022 บริษัทฯ มีรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างและรายได้อื่น ดังรายละเอียดด้านล่างนี้

- (1) รายได้จากการรับเหมาก่อสร้าง ซึ่งสามารถจัดกลุ่มได้ 2 รูปแบบ ได้แก่ รายได้จากผู้รับเหมาก่อสร้างแบ่งตามประเภทโครงการ และรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างแบ่งตามประเภทผู้ว่าจ้าง
- (2) รายได้อื่นที่สำคัญ ได้แก่ รายได้จากการขายเศษเหล็ก รายได้เงินประกันผู้รับเหมา กำไรจากการจำหน่ายทรัพย์สิน เป็นต้น



ลักษณะผลิตภัณฑ์ >

บริษัทรับเหมาก่อสร้างอย่างครบวงจรแบบจุดเดียวเบ็ดเสร็จ (One-Stop Service) ในฐานะผู้รับเหมาโดยตรง ด้วยวิธีประกวดราคา หรือเจรจาต่อรองกับผู้ว่าจ้างโดยตรง โดยบริษัทฯ มีโรงงานจำนวน 2 โรงงาน ประกอบด้วย

- (1) โรงงานสำหรับตัดและตัดเหล็กเส้น ซึ่งจะทำการตัดและตัดเป็นรูปแบบที่ต้องการสำหรับงานก่อสร้าง ก่อนนำส่งไปยังหน่วยงานก่อสร้าง เพื่อการบริหารการใช้เหล็กเส้นอย่างมีประสิทธิภาพทั้งในเรื่องเวลาและต้นทุน โดยปัจจุบันบริษัทฯ มีการใช้ระบบ Bar Cut List ในการบริการการตัดเก็บและใช้เหล็กเส้นซึ่งมีความแม่นยำ และ
- (2) โรงงานสำหรับผลิตเฟอร์นิเจอร์ไม้ เพื่อรองรับความต้องการของผู้ว่าจ้าง ในงานตกแต่งภายในอาคารต่าง ๆ นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีอาคารโกดังเพื่อใช้เป็นพื้นที่ในการจัดเก็บเหล็กเส้นซึ่งสามารถรองรับการจัดเก็บวัตถุดิบในกรณีที่ราคาวัตถุดิบมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น

บริษัทฯ ให้บริการรับเหมาก่อสร้างซึ่งสามารถแบ่งตามลักษณะงานออกเป็น 5 ประเภท ได้แก่

1. สถานพยาบาล
2. อาคารสำนักงานและการพาณิชย์
3. อาคารพักอาศัย
4. อาคารพิเศษ
5. งานก่อสร้างอื่นๆ

Figure 11: ตัวอย่างโครงการในอดีต

สถานพยาบาล



ส่วนขยาย sw.พระรามเก้า



อาคารผู้ป่วยและที่จอดรถ

อาคารสำนักงานและการพาณิชย์



สำนักงาน อาคารจอดรถ



The Commons กองหล่อ

อาคารพักอาศัย



เซอร์วิสอพาร์ทเมนท์



IBIS พักยา

อาคารพิเศษ



พิพิธภัณฑ์พระรามเก้า



เรือนจำสมุทรปราการ

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

แนวโน้มอุตสาหกรรม

➤ อุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้าง

1. งานก่อสร้างภาครัฐ ในปี 2022 มูลค่าการก่อสร้างภาครัฐอยู่ที่ 795.56 พันล้านบาท ซึ่งหดตัวลดลงเล็กน้อยที่ร้อยละ 0.8 ซึ่งเป็นผลมาจากความล่าช้าของโครงการเมกะโปรเจกต์ด้านคมนาคมที่ไม่สามารถก่อสร้างได้ตามแผน และ ผู้รับเหมารายกลางและรายเล็ก ซึ่งส่วนใหญ่รับงานของภาครัฐยังประสบปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน และขาดแคลนแรงงาน โดยโครงการการลงทุนก่อสร้างของภาครัฐ สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ (1) โครงการโครงสร้างพื้นฐาน คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 82 ของมูลค่าการก่อสร้างของภาครัฐ และ (2) โครงการก่อสร้างทั่วไป เช่น อาคารสำนักงาน อาคารพักอาศัย คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 18 ของมูลค่าการก่อสร้างของภาครัฐ โดยมีรายละเอียดดังนี้
2. งานก่อสร้างภาคเอกชน ในปี 2022 มูลค่าการก่อสร้างภาคเอกชนอยู่ที่ 568.84 พันล้านบาท ซึ่งขยายตัวอยู่ที่ร้อยละ 1.6 เป็นผลมาจากผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์เริ่มกลับมาเปิดโครงการใหม่ การก่อสร้างพื้นที่ค้าปลีก และการปรับปรุงโรงแรมขยายตัวได้ดีขึ้น และการลงทุนก่อสร้างโรงงานในเขตเศรษฐกิจพิเศษ EEC โดยโครงการการลงทุนก่อสร้างของภาคเอกชน สามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่

- (1) ที่อยู่อาศัย คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 53 ของมูลค่าการก่อสร้างของภาคเอกชน
- (2) อสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 16 ของมูลค่าการก่อสร้างของภาคเอกชน และ
- (3) อื่นๆ เช่น โรงแรม คลังสินค้า โรงงาน โรงพยาบาล เป็นต้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 31 ของมูลค่าการก่อสร้างของภาคเอกชน โดยมีรายละเอียดดังนี้

การแข่งขันภาคอุตสาหกรรม

ผู้ประกอบการจากรับเหมาก่อสร้างที่เป็นคู่แข่งของบริษัทฯ สามารถแบ่งได้ 3 ขนาดคือ

1. ผู้ประกอบการขนาดเล็ก เป็นผู้รับเหมาที่มีรายได้รวมต่ำกว่า 1,000 ล้านบาท โดยมีจำนวนหลายพันรายกระจายอยู่ทั่วประเทศ เนื่องจากผู้รับเหมาก่อสร้างขนาดเล็ก ไม่ต้องใช้เงินลงทุนมหาศาลในการเข้าอุตสาหกรรมนี้ ซึ่งผู้ประกอบการขนาดเล็กรับงานขนาดที่ไม่ใหญ่ตามพื้นที่ใกล้เคียง
2. ผู้ประกอบการขนาดกลาง เป็นผู้รับเหมาที่มีรายได้รวมอยู่ระหว่าง 1,000 – 5,000 ล้านบาท ซึ่งบริษัทฯ จัดว่าเป็นหนึ่งในผู้นำของกลุ่มผู้ประกอบการขนาดกลาง และถือว่าอยู่ในตำแหน่งที่ภาวะการแข่งขันไม่สูงนัก เมื่อเทียบกับปริมาณงานในตลาด ณ ขณะนี้
3. ผู้ประกอบการขนาดใหญ่ เป็นผู้รับเหมาที่มีรายได้รวมมากกว่า 5,000 ล้านบาท โดยผู้รับเหมากลุ่มนี้มีเป้าหมายในการรับงานขนาดกลางและขนาดใหญ่ ถือว่าการแข่งขันอยู่ในระดับปานกลาง บางรายมีศักยภาพดีพอที่จะแข่งขันในต่างประเทศ ในรูปแบบของโครงการร่วมลงทุนและสัมปทาน บริษัทฯ มุ่งเน้นในการรับงานก่อสร้างอาคารในฐานะผู้รับเหมาโดยตรงทั้งงานภาครัฐและภาคเอกชน โดยที่ผ่านมากู่แข่งหลักเป็นบริษัทที่มีศักยภาพในการรับงานอาคารขนาดกลางถึงขนาดใหญ่

Figure 12: เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของผู้รับเหมาก่อสร้างงวดปี 2022

บริษัท	ตัวย่อ	รายได้รวม (ล้านบาท)	กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	สินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	หนี้สินรวม (ล้านบาท)	ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	ขนาดธุรกิจ ^{1/}
บริษัท เอ็นแอล ดีเวลลอปเม้นต์ จำกัด (มหาชน)	NL	1,239.19	57.57	1,334.55	774.45	500	ขนาดกลาง
กลุ่มงานหน่วยงานราชการ และรัฐวิสาหกิจและหน่วยงานรัฐประเภทอื่น							
บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นต์ จำกัด (มหาชน)	ITD	67,074	-4,476	115,857	104,846	6,338	ขนาดใหญ่
บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)	PLE	8,232	-171	14,290	11,767	1,362	ขนาดใหญ่
บริษัท คริสเตียนีแอนด์บัลเลิน (ไทย) จำกัด (มหาชน)	CNT	5,348	-219	6,202	4,553	1,103	ขนาดใหญ่
บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	TPOLY	5,029	32	11,899	8,230	573	ขนาดกลาง
บริษัท วนนิทัศน์ จำกัด ^{2/}	-	1,014	67	1,666	556	1,000	ขนาดกลาง
บริษัท อาคาร 33 จำกัด ^{2/}	-	1,015	-27	1,157	748	200	ขนาดกลาง
บริษัท จามวงศ์วานการช่าง จำกัด	-	279	21	408	58	100	ขนาดเล็ก
กลุ่มงานหน่วยงานเอกชน							
บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	EMC	672	-340	2,761	1,247	12,651	ขนาดเล็ก
บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	SYNTEC	5,156	-409	9,756	3,938	1,591	ขนาดใหญ่
บริษัท ทีชาก่อสร้าง จำกัด (มหาชน)	TEKA	1,946	120	1,357	606	300	ขนาดกลาง
บริษัท แสงฟ้าก่อสร้าง จำกัด ^{2/}	-	4,941	110	6,327	3,221	2,000	ขนาดกลาง
บริษัท ฤทธา จำกัด ^{2/}	-	6,993	252	15,218	7,775	550	ขนาดใหญ่
บริษัท เจ ดับบลิว เอส คอนสตรัคชั่น จำกัด ^{2/}	-	6,841	-141	6,944	5,952	375	ขนาดใหญ่
บริษัท สยาม นัลติ คอน จำกัด ^{2/}	-	4,330	24	2,544	1,068	300	ขนาดใหญ่

1/ ขนาดธุรกิจกำหนดโดยบริษัทฯ โดยพิจารณาจากรายได้รวม ซึ่งกำหนดดังนี้

ขนาดเล็ก มีรายได้รวมต่ำกว่า 1,000 ล้านบาท **ขนาดกลาง** มีรายได้รวมระหว่าง 1,000 – 5,000 ล้านบาท **ขนาดใหญ่** มีรายได้รวมมากกว่า 5,000 ล้านบาท

2/ ข้อมูลทางการเงินปี 2021

SOURCES: CGSCIMB Research, Company Report

ปัจจัยเสี่ยง

ความเสี่ยงจากความไม่สม่ำเสมอของรายได้ >

บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นรายโครงการ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จและส่งมอบเรียบร้อยแล้วจะเป็นอันสิ้นสุดการให้บริการ ดังนั้นเพื่อรักษาระดับรายได้ บริษัทฯ จะต้องเข้าประมูลอย่างต่อเนื่อง ซึ่งขึ้นอยู่กับจำนวนโครงการที่ผู้ว่าจ้างเปิดให้ประมูลหรือเสนอราคา โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อการขายโครงการหรือการลงทุนใหม่ของผู้ว่าจ้างทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่สำคัญ อันจะส่งผลให้บริษัทฯ ไม่ได้รับการว่าจ้างตามจำนวนโครงการที่วางแผนไว้ และมีความเสี่ยงที่จะมีรายได้ไม่สม่ำเสมอต่อเนื่องกันทุกปี

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาวัสดุก่อสร้าง >

ต้นทุนในโครงการก่อสร้างจะประกอบไปด้วยวัสดุก่อสร้าง เช่น เหล็กเส้น เหล็กรูปพรรณ และปูนซีเมนต์ เป็นหลัก คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 20 – 30 ของต้นทุนรวม ทั้งนี้โครงการส่วนใหญ่มีระยะเวลา 1 - 3 ปี ดังนั้นหากราคาวัสดุปรับตัวสูงขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนของแต่ละโครงการเปลี่ยนแปลงไป ด้วย ดังนั้นหากราคามีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น บริษัทฯ จะพิจารณาสั่งซื้อหรือปิดราคาล่วงหน้าและนำไปจัดเก็บที่โกดังของบริษัทฯ รวมทั้งการว่าจ้างผู้รับจ้างช่วงจะมีการเจรจาและจัดทำสัญญาจ้างเพื่อปิดราคาจ้างในช่วงนั้นๆ นอกจากนี้สำหรับกลุ่มลูกค้าราชการจะมีการกำหนดเงื่อนไขปรับราคาจ้างในสัญญาตามสูตรค่า K (K Factor) ซึ่งเป็นดัชนีตัวเลขที่ใช้วัดการเปลี่ยนแปลงของค่างาน เพื่อชดเชยมูลค่าสัญญาของโครงการในกรณีที่ต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงจากการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วง >

เนื่องด้วยงานก่อสร้างต้องอาศัยความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน โดยเฉพาะงานวางระบบและอุปกรณ์ต่างๆ และใช้แรงงานจำนวนมาก เช่น งานประกอบอาคาร งานไฟฟ้าสื่อสาร และงานค้ำค้ำเครื่องกล เป็นต้น ทำให้บริษัทฯ มีการว่าจ้างผู้รับเหมาช่วงเพื่อให้ตรงกับความต้องการของผู้ว่าจ้าง ทั้งนี้การจัดจ้างผู้รับเหมาช่วงอาจก่อให้เกิดความผิดพลาดจากการทำงานได้ ซึ่งจะส่งผลให้เกิดความเสียหายต่อแผนการก่อสร้างโครงการที่อาจหยุดชะงักหรือกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีการป้องกันความเสี่ยงดังกล่าว ด้วยการกำหนดการประเมินผู้รับเหมาช่วง และจะมีการทบทวนทุกๆ 6 เดือน นอกจากนี้ในสัญญาจ้างจะมีการกำหนดหลักประกันมูลค่าร้อยละ 5.00 ถึง 10.00 ของมูลค่างานจ้างช่วง เพื่อลดผลกระทบความเสี่ยงจากการละทิ้งงานอีกด้วย

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ว่าจ้างรายหนึ่ง >

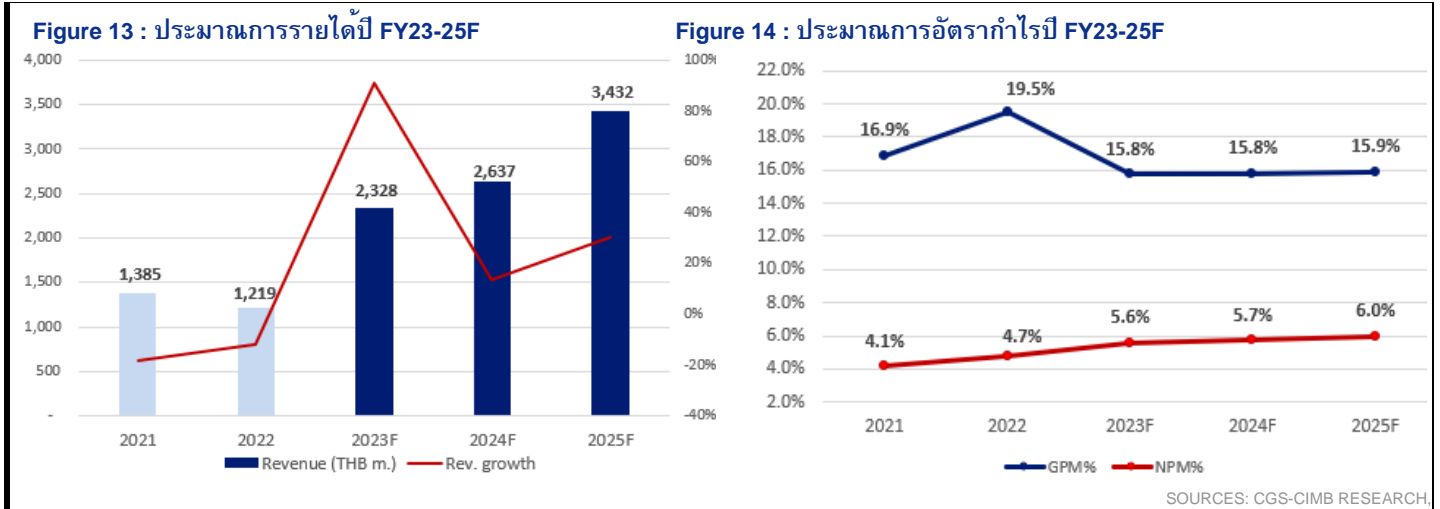
ในปี 2020 – 2022 บริษัทฯ และบริษัทย่อยมีรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างจากลูกค้ากลุ่มหน่วยงานราชการรายหนึ่ง คิดเป็นมูลค่า 670.47 ล้านบาท 887.55 ล้านบาท และ 585.90 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 39.88 ร้อยละ 62.65 และร้อยละ 48.08 ของรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างรวมตามลำดับ โดยรายได้จากการรับเหมาก่อสร้างดังกล่าวในปี 2020 – 2022 เกิดจากงานก่อสร้างสถานพยาบาลหลายโครงการของลูกค้ารายดังกล่าว จึงส่งผลให้บริษัทฯ มีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ว่าจ้างรายนั้น ดังนั้นหากในอนาคตบริษัทฯ ไม่ได้รับงานอย่างต่อเนื่องจากลูกค้ารายดังกล่าว อาจส่งผลต่อรายได้ลดลงหรือมีรายได้ไม่สม่ำเสมอได้ ทั้งนี้ ในปี 2022 บริษัทฯ ได้รับงานก่อสร้างโรงพยาบาลพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบังจากมูลนิธิโรงพยาบาลพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบังในพระบรมราชูปถัมภ์มูลค่าโครงการ 784.00 ล้านบาท นอกจากนี้ ณ 31 ธ.ค. 22 บริษัทฯ ไม่มีมูลค่างานที่ยังไม่ได้ส่งมอบ (Backlog) ใดที่มีสัดส่วนเกินร้อยละ 30

ความเสี่ยงจากการได้รับชำระเงินล่าช้าและผิดนัดชำระของผู้ว่าจ้าง >

ในการเรียกชำระเงิน บริษัทฯ จะต้องก่อสร้างตามข้อกำหนดในแต่ละงวดให้เรียบร้อย และต้องผ่านการตรวจรับก่อน จึงจะเรียกชำระเงินได้ ดังนั้นระหว่างก่อสร้าง บริษัทฯ จะต้องรับต้นทุนต่างๆ ส่งผลให้บริษัทฯ มีความเสี่ยงจากการได้รับชำระเงินล่าช้าและผิดนัดชำระของผู้ว่าจ้าง ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายกับสภาพคล่องและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ได้ ทั้งนี้ในอดีต มีโครงการที่ผู้ว่าจ้างผิดนัดชำระค่าบริการจำนวน 2 โครงการ ซึ่งเกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2014 ดังนั้นเพื่อลดความเสี่ยง บริษัทฯ จึงให้ความสำคัญในขั้นตอนการพิจารณารับงาน รวมไปถึงการระบุเงื่อนไขเรียกเก็บเงินล่วงหน้าจากผู้ว่าจ้างก่อนเริ่มดำเนินงานในสัญญา ในปัจจุบันบริษัทฯ ไม่มีผู้ว่าจ้างที่ค้างชำระค่าบริการ

ตัวเลขทางการเงิน

เราคาดว่า NL จะมีกำไรสุทธิเติบโต 52.7% CAGR ในปี FY22-25F จากการเข้าประมูลโครงการที่มากขึ้นทั้งในแง่ของจำนวนโครงการและมูลค่าโครงการ จากความต้องการด้านสาธารณสุขที่เพิ่มขึ้นตามจำนวนผู้สูงอายุในประเทศ ผู้ป่วยต่างชาติที่เดินทางเข้ามารักษาในไทยมากขึ้น รวมถึงการใส่ใจสุขภาพที่มากขึ้นหลังการระบาดโควิด-19 ขณะที่อัตราส่วนค่าใช้จ่ายบริหารต่อรายได้คาดว่าจะมีการปรับลดลงอย่างมีนัยยะตามรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้น



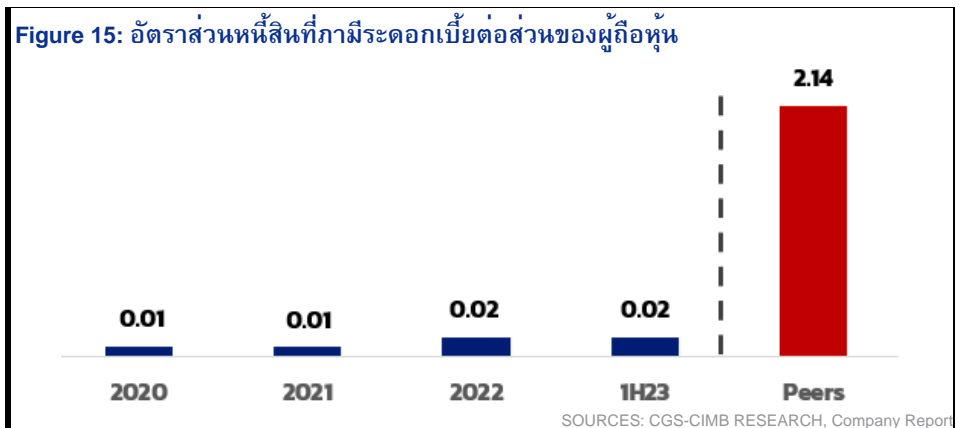
อัตรากำไรสุทธิปรับตัวสูงขึ้น >

เราตั้งสมมติฐานว่า NL จะมีอัตรากำไรสุทธิ (NPM) อยู่ที่ 5.6% ในปี FY23, 5.7% ในปี FY24 และ 6.0% ในปี FY25 (เทียบกับ 4.7% ใน FY22 และ 5.9% ใน 1H23)

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทอาจมีการปรับตัวลดลงได้หลังจากนี้ เนื่องจากลักษณะโครงการที่มีมูลค่าสูงทำให้เกิดการแข่งขันและมีมาร์จินที่ต่ำกว่าโครงการขนาดเล็กที่บริษัทเข้าประมูลในช่วงโควิด-19 อย่างไรก็ตามเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจะสามารถชดเชยได้ด้วยอัตราส่วนค่าใช้จ่ายการบริหารต่อรายได้ที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงมากกว่า จากรายได้ที่เติบโตกว่ากระโดดทำให้เกิดการประหยัดจากขนาด โดยเฉพาะในฝั่งของค่าใช้จ่ายบุคลากรซึ่งเป็นต้นทุนคงที่

มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ อัตราส่วนหนี้สินต่ำ >

NL มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (หนี้สินสัญญาเช่า) 13.8 ล้านบาท เงินสดในมือ 220.4 ล้านบาท สินทรัพย์ทางการเงินหมุนเวียนอื่น 222.5 ล้านบาท และส่วนของผู้ถือหุ้น 590.6 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q23 ทำให้บริษัทมีสถานะเงินสดสุทธิ รวมถึงมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำอยู่ที่ 0.02 เท่า ณ 2Q23 เทียบกับบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันที่ 2.14 เท่า



การประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าของ NL ด้วยวิธี P/E Multiple ทั้งนี้มูลค่าและวิธีการประเมินจัดทำโดย CGS-CIMB เพียงบริษัทเดียว โดยไม่เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาของ NL หรือบริษัทอื่นที่มีส่วนเกี่ยวข้อง

P/E valuation >

จากการประมาณการกำไรปี FY24F ที่ 141 ล้านบาท และจำนวนหุ้นสามัญหลังการ IPO ที่ 500 ล้านหุ้น เราจะได้มูลค่ากิจการหลัง IPO ของ NL อยู่ที่ 2.95 พันล้านบาทหรือ 5.90 บาทต่อหุ้น อิงประมาณการ EPS ในปี FY24F ที่ 0.30 บาท และ P/E ที่ 19.5x ซึ่งเท่ากับ P/E เฉลี่ยของกลุ่มปี 2024 โดยแม้เราจะใช้ P/E เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม แต่เราคาดว่า NL จะมีการเติบโตเฉลี่ย CAGR ของ EPS สำหรับปี FY22-25 ที่สูงกว่าที่ 38.1% (เทียบค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 30.3%) ซึ่งคาดว่าจะเป็ผลมาจากการที่ NL มีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างสถานพยาบาลเป็นพิเศษ รวมถึง working cap ที่เพิ่มขึ้น ทำให้คาดว่าจะสามารถชนะการประมูลงานโครงการที่มีมูลค่าสูงขึ้นเพื่อเติบโต Backlog ได้ รวมถึงบริษัทยังมีการบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้คาดว่าจะมีอัตรากำไรสุทธิที่สูงขึ้นหนุนการเติบโตระยะยาวได้

Figure 16: Peer comparison

Company	Bloomberg Ticker	Market Cap (US\$ m)	P/E (x)			3-year EPS CAGR (%)	P/BV (x)		Recurring ROE (%)		Dividend Yield (%)	
			CY23F	CY24F	CY25F		CY23F	CY24F	CY23F	CY24F	CY23F	CY24F
Nawarat Patanakarn PCL	NWR TB	41	10.8	10.8	10.8	52.4%	0.59	0.59	5.5%	5.4%		
Sino-Thai Eng & Construction	STEC TB	473	23.1	18.4	14.7	10.3%	0.85	0.83	3.7%	4.5%	2.1%	2.7%
CH. Karnchang	CK TB	1,065	23.3	14.5	11.4	44.4%	1.52	1.43	6.7%	10.2%	1.7%	2.8%
TEAM Consulting Engineering & Management PCL	TEAMG TB	155	37.1	27.0	24.9	28.2%	5.68	5.32	14.7%	20.4%	1.9%	2.6%
SEAFKO PCL	SEAFKO TB	69	20.8	17.0	14.3		1.62	1.54	7.9%	9.3%	2.2%	2.8%
Pylon PCL	PYLON TB	61	18.7	14.7	11.2	16.4%	2.02	1.90	10.7%	13.3%	4.2%	4.5%
Unique Engineering & Construction PCL	UNIQ TB	99	39.4	33.8	33.8		0.43	0.43	1.1%	1.3%		
Average		280	24.7	19.5	17.3	30.3%	1.82	1.72	7.2%	9.2%	2.4%	3.1%

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH.

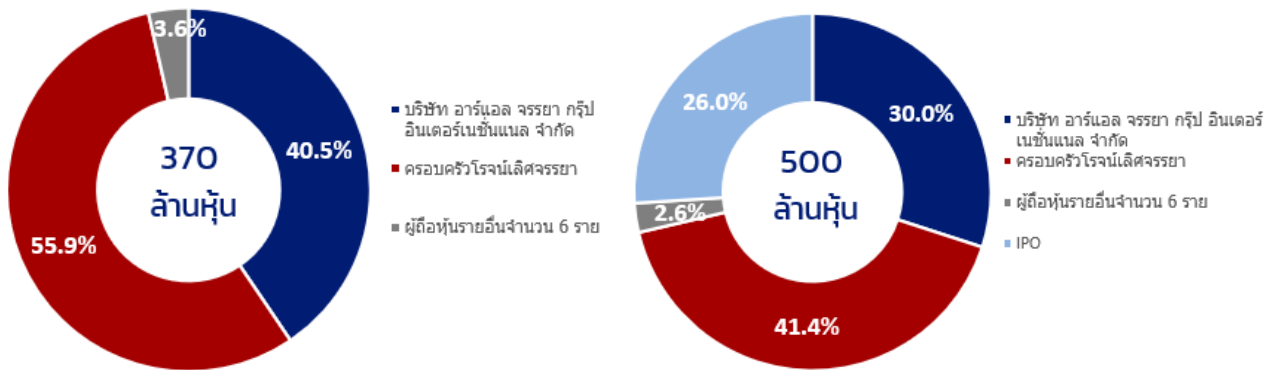
รายละเอียดการเสนอขายหุ้น IPO ➤

ณ สิ้นปี 2022 บริษัทฯ มีหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วจำนวน 370 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท NL มีแผนจะออกและเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) จำนวนไม่เกิน 130 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วนไม่เกินร้อยละ 26.0 ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัทฯ ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทฯ โดยภายหลัง IPO ในครั้งนี้ บริษัทฯ จะมีหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วเป็นหุ้นสามัญจำนวน 500 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.0 บาท

โดยบริษัทฯ มีวัตถุประสงค์ในการนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งนี้ ไปใช้ดังต่อไปนี้

1. เพื่อเป็นเงินทุนในการซื้อเครื่องมือและอุปกรณ์ก่อสร้าง
2. เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

Figure 17: โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท



SOURCES: CGSCIMB Research, Company Report.

BY THE NUMBERS

Profit & Loss					
(THBm)	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Total Net Revenues	1,385	1,219	2,328	2,637	3,432
Gross Profit	234	238	367	417	546
Operating EBITDA	110	102	189	218	286
Depreciation And Amortization	(30)	(28)	(27)	(28)	(30)
Operating EBIT	81	74	162	190	257
Total Financial Income/(Expense)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
Total Non-Operating income/(Expense)	21	20	12	13	17
Profit Before Tax (pre-E)	80	74	162	189	256
Taxation	(23)	(16)	(32)	(38)	(51)
Profit After Tax	57	58	129	151	205
Minority Interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Net Profit	57	58	129	151	205
Recurring Net Profit	57	58	129	151	205
Fully Diluted Recurring Net Profit	57	58	129	151	205

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

Cash Flow					
(THBm)	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
EBITDA	110	102	189	218	286
Change in Working Capital	(414)	26	229	(276)	384
Other Operating Cashflow	3	4	20	6	15
Net Interest (Paid)/Received	(0)	(0)	-	-	-
Tax Paid	(23)	(16)	(32)	(38)	(51)
Cashflow From Operations	(310)	112	406	(90)	634
Capex	(16)	(3)	(9)	(44)	(3)
Other Investing Cashflow	8	0	(3)	(3)	(2)
Cash Flow From Investing	(8)	(3)	(12)	(48)	(5)
Debt Raised/(repaid)	-	-	-	-	-
Proceeds From Issue Of Shares	-	20	767	-	-
Dividend Paid	(28)	(146)	(52)	(61)	(82)
Other Financing Cashflow	(2)	(2)	0	0	0
Cash Flow From Financing	(30)	(128)	716	(60)	(82)
Total Cash Generated	(348)	(19)	1,109	(198)	547
Free Cashflow To Equity	(346)	116	374	(144)	614
Free Cashflow To Firm	(346)	116	374	(143)	615

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

Balance Sheet					
(THBm)	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Total Cash And Equivalents	81	62	1,171	973	1,520
Total Debtors	327	342	936	511	1,372
Inventories	87	77	168	110	251
Total Other Current Assets	518	567	591	623	652
Total Current Assets	1,013	1,048	2,866	2,217	3,795
Fixed Assets	195	174	156	173	147
Total investments	14	13	13	13	13
Intangible Assets	14	12	12	13	12
Total Other Non-Current Assets	182	88	137	128	113
Total Non-current Assets	404	287	318	327	285
Total Assets	1,418	1,335	3,184	2,544	4,080
Short-term Debt	-	-	-	-	-
Current Portion of Long-Term Debt	-	-	-	-	-
Total Creditors	489	553	1,532	828	2,240
Other Current Liabilities	174	138	118	98	78
Total Current Liabilities	663	691	1,650	926	2,318
Total Long-term Debt	-	-	-	-	-
Total Other Non-current Liabilities	134	83	129	122	143
Total Non-current Liabilities	134	83	129	122	143
Total Liabilities	798	774	1,779	1,048	2,461
Shareholders' Equity	620	560	1,405	1,496	1,619
Total Equity	620	560	1,405	1,496	1,619

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

Key ratio					
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Revenue Growth	-18.1%	-12.0%	91.0%	13.3%	30.1%
Gross Profit Margin	16.9%	19.5%	15.8%	15.8%	15.9%
Operating EBITDA Growth	15.4%	-7.7%	86.2%	14.9%	31.6%
Operating EBITDA Margin	8.0%	8.3%	8.1%	8.3%	8.3%
Net Profit Margin	4.1%	4.7%	5.6%	5.7%	6.0%
Net Cash Per Share (THB)	(2.0)	(1.9)	(1.2)	(0.1)	(1.9)
BVPS (THB)	1.8	1.5	2.8	3.0	3.2
Gross Interest Cover	222	184	334	380	503
Effective Tax Rate	28.5%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
Net Dividend Payout Ratio	48.8%	253.3%	40.0%	40.0%	40.0%
Accounts Receivables Days	6.1	3.6	3.6	3.6	3.6
Accounts Payables Days	2.5	1.9	1.9	1.9	1.9
ROA (%)	4.0%	4.3%	4.1%	6.0%	5.0%
ROE (%)	9.5%	9.8%	13.2%	10.4%	13.2%
ROIC (%)	9.2%	10.1%	9.1%	10.0%	12.6%
ROCE (%)	10.7%	11.5%	10.6%	11.7%	14.6%

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส-ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)
คำแนะนำในหุ้น

ADD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

HOLD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

REDUCE: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

NEUTRAL: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

UNDERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส-ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2565



AAV	ADVANC	AF	AH	AIRA	AJ	AKP	AKR	ALLA	ALT	AMA	AMARIN
AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	APURE	ARIP	ASP	ASW	AUCT	AWC	AYUD
BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBIK	BBL	BCP	BCPG	BDMS	BEM	BEYOND	BGC
BGRIM	BIZ	BKI	BOL	BPP	BRR	BTS	BTW	BWG	CENTEL	CFRESH	CGH
CHEWA	CHO	CIMBT	CK	CKP	CM	CNT	COLOR	COM7	COMAN	COTTO	CPALL
CPF	CPI	CPN	CRC	CSS	DDD	DELTA	DEMCO	DOHOME	DRT	DTAC	DUSIT
EA	EASTW	ECF	ECL	EE	EGCO	EPG	ETC	ETE	FN	FNS	FPI
FPT	FSMART	FVC	GC	GEL	GFPT	GGC	GLAND	GLOBAL	GPI	GPSC	GRAMMY
GULF	GUNKUL	HANA	HARN	HENG	HMPRO	ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	IND
INTUCH	IP	IRC	IRPC	ITEL	IVL	JTS	JWD	K	KBANK	KCE	KEX
KGI	KKP	KSL	KTB	KTC	LALIN	LANNA	LHFG	LIT	LOXLEY	LPN	LRH
LST	MACO	MAJOR	MAKRO	MALEE	MBK	MC	MCOT	METCO	MFEC	MINT	MONO
MOONG	MSC	MST	MTC	MVP	NCL	NEP	NER	NKI	NOBLE	NSI	NVD
NYT	OISHI	OR	ORI	OSP	OTO	PAP	PCSGH	PDG	PDJ	PG	PHOL
PLANB	PLANET	PLAT	PORT	PPS	PR9	PREB	PRG	PRM	PSH	PSL	PTG
PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QTC	RATCH	RBF	RS	S	S&J
SAAM	SABINA	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGP	SCM
SCN	SDC	SEAFCO	SEAOIL	SE-ED	SELIC	SENA	SENAJ	SGF	SHR	SICT	SIRI
SIS	SITHAI	SMPK	SNC	SONIC	SORKON	SPALI	SPI	SPRC	SPVI	SSC	SSSC
SST	STA	STEC	STGT	STI	SUN	SUSCO	SUTHA	SVI	SYMC	SYNTEC	TACC
TASCO	TCAP	TEAMG	TFMAMA	THANA	THANI	THCOM	THG	THIP	THRE	THREL	TIPCO
TISCO	TK	TKN	TKS	TKT	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TOA	TOP	TPBI
TQM	TRC	TRUE	TSC	TSR	TST	TSTH	TNT	TTB	TTCL	TTW	TTA
TVDH	TVI	TVO	TWPC	U	UAC	UBIS	UPOIC	UV	VCOM	VGI	VIH
WACOAL	WAVE	WHA	WHAUP	WICE	WINNER	XPG	ZEN				



2S	7UP	ABICO	ABM	ACE	ACG	ADB	ADD	AEONTS	AGE	AHC	AIE
AIT	ALUCON	AMANAH	AMR	APCO	APCS	AQUA	ARIN	ARROW	AS	ASAP	ASEFA
ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASK	ASN	ATP30	B	BA	BC	BCH	BE8	BEC
BH	BIG	BJC	BJCHI	BLA	BR	BRI	BROOK	BSM	BYD	CBG	CEN
CHARAN	CHAYO	CHG	CHOTI	CHOW	CI	CIG	CITY	CIVIL	CMC	CPL	CPW
CRANE	CRD	CSC	CSP	CV	CWT	DCC	DHOUSE	DITTO	DMT	DOD	DPAIN
DV8	EASON	EFORL	ERW	ESSO	ESTAR	FE	FLOYD	FORTH	FSS	FTE	GBX
GCAP	GENCO	GJS	GTB	GYT	HEMP	HPT	HTC	HUMAN	HYDRO	ICN	IFS
IIG	IMH	INET	INGRS	INSET	INSURE	IRCP	IT	ITD	J	JAS	JCK
JCKH	JMT	JR	KBS	KCAR	KIAT	KISS	KK	KOOL	KTIS	KUMWEL	KUN
KWC	KWM	L&E	LDC	LEO	LH	LHK	M	MATCH	MBAX	MEGA	META
MFC	MGT	MICRO	MILL	MITLIB	MK	MODERN	MTI	NATION	NBC	NCAP	NCH
NDR	NETBAY	NEX	NINE	NNCL	NOVA	NPK	NRF	NTV	NUSA	NWR	OCC
OGC	ONEE	PACO	PATO	PB	PICO	PIMO	PIN	PJW	PL	PLE	PM
PMTA	PPP	PPPM	PRAPAT	PRECHA	PRIME	PRIN	PRINC	PROEN	PROS	PROUD	PSG
PSTC	PT	PTC	QLT	RCL	RICHY	RJH	ROJNA	RPC	RT	RWI	S11
SA	SABUY	SAK	SALEE	SAMCO	SANKO	SAPPE	SAWAD	SCAP	SCI	SCP	SE
SECURE	SFLEX	SFP	SFT	SGP	SIAM	SINGER	SKE	SKN	SKR	SKY	SLP
SMART	SMD	SMIT	SMT	SNNP	SNP	SO	SPA	SPC	SPCG	SR	SRICHA
SSF	SSP	STANLY	STC	STPI	SUC	SVOA	SVT	SWC	SYNEX	TAE	TAKUNI
TCC	TCMC	TFG	TFI	TFM	TGH	TIDLOR	TIGER	TIPH	TITLE	TM	TMC
TMD	TMI	TNL	TNP	TNR	TOG	TPA	TPAC	TPCS	TPIPL	TPIPP	TPLAS
TPS	TQR	TRITN	TRT	TRU	TRV	TSE	TVT	TWP	UBE	UEC	UKEM
UMI	UOBKH	UP	UPF	UTP	VIBHA	VL	VPO	VRANDA	WGE	WIJK	WIN
WINMED	WORK	WP	XO	YUASA	ZIGA						



A	A5	AI	ALL	ALPHAX	AMC	APP	AQ	AU	B52	BEAUTY	BGT
BLAND	BM	BROCK	BSBM	BTNC	CAZ	CCP	CGD	CMAN	CMO	CMR	CPANEL
CPT	CSR	CTW	D	DCON	EKH	EMC	EP	EVER	F&D	FMT	GIFT
GLOCON	GLORY	GREEN	GSC	HL	HTECH	IHL	INOX	JAK	JMART	JSP	JUBILE
KASET	KCM	KWI	KYE	LEE	LPH	MATI	M-CHAI	MCS	MDX	MENA	MJD
MORE	MPIC	MUD	NC	NEWS	NFC	NSL	NV	PAF	PEACE	PF	PK
PPM	PRAKIT	PTECH	PTL	RAM	ROCK	RP	RPH	RSP	SIMAT	SISB	SK
SOLAR	SPACK	SPG	SQ	STARK	STECH	SUPER	SVH	TC	TCCC	TCJ	TEAM
THE	THMUI	TKC	TNH	TNPC	TOPP	TPCH	TPOLY	TRUBB	TTI	TYCN	UMS
UNIQ	UPA	UREKA	VARO	W	WFX	WPH	YGG				

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน
ได้รับการรับรอง

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

ประกาศเจตนารมณ์

AH	ALT	APCO	ASW	B52	CHG	CI	CPR	CPW	DDD
ECF	EKH	ETC	EVER	FLOYD	GLOBAL	ILM	INOX	J	JMART
KEX	KUMWEL	LDC	MEGA	NCAP	NOVA	NRF	NUSA	OR	PIMO
SAK	SIS	SSS	STECH	SUPER	SVT	TKN	TMD	TMI	TQM
VARO	VCQM	VIBHA	W	WIN					

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

4CS	3K-BAT	A	A5	AAI	AAV	ABICO	ABM	ACAP	ACC
ADB	ADD	AEONTS	AFC	AGE	AHC	AIT	AJA	AKR	ALL
ALUCON	AMARC	AMARIN	AMC	AMR	ANAN	AOT	APEX	APP	APURE
ARIN	ARIP	ARROW	ASAP	ASEFA	ASIA	ASIMAR	ASN	ATP30	AU
BBGI	BBIK	BC	BCT	BDMS	BEAUTY	BEM	BGT	BH	BIG
BIZ	BJC	BJCHI	BKD	BLAND	BLESS	BLISS	BM	BOL	BR
BSM	BTG	BTNC	BTW	BUI	BYD	CAZ	CBG	CCET	CCP
CH	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHO	CITY	CIVIL	CK	CKP	CMAN
CNT	COLOR	COMAN	CPANEL	CPH	CPT	CRANE	CRD	CSP	CSR
CV	CWT	D	DCON	DITTO	DMT	DOD	DPAINT	DTCI	DV8
EE	EFORL	EMC	ESSO	F&D	FANCY	FMT	FN	FORTH	FTI
GIFT	GL	GLAND	GLOCON	GLORY	GRAMMY	GRAND	GREEN	GSC	GTB
HL	HPT	HTECH	HUMAN	HYDRO	ICN	IFEC	IHL	IIG	IMH
INSET	IP	IRCP	IT	ITD	ITNS	JAK	JAS	JCK	JCKH
JSP	JUBILE	JWD	KAMART	KC	KCC	KCM	KDH	KIAT	KISS
KKC	KLINIQ	KOOL	KTIS	KUN	KWC	KWM	KYE	LALIN	LEE
LOXLEY	LPH	LST	MACO	MANRIN	MATI	MAX	M-CHAI	MCS	MDX
MGT	MICRO	MIDA	MITTSIB	MJD	MK	ML	MODERN	MORE	MPIC
NATION	NC	NCH	NCL	NDR	NER	NETBAY	NEW	NEWS	NEX
NPK	NSL	NTV	NV	NVD	NYT	OHTL	OISHI	ONEE	OSP
PACO	PAF	PCC	PEACE	PERM	PF	PICO	PIN	PJW	PLUS
POLY	POMPUI	PORT	POST	PPM	PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRIME	PRIN
PROUD	PSG	PTC	PTECH	PTL	RAM	RBF	RCL	RICHY	RJH
ROJNA	RP	RPC	RPH	RSP	RT	S	S11	SA	SABUY
SAM	SAMART	SAMCO	SAMTEL	SANKO	SAUCE	SAWAD	SAWANG	SCAP	SCI
SE	SEAFCO	SECURE	SENAJ	SFLEX	SFP	SFT	SGF	SHANG	SHR
SIMAT	SISB	SK	SKE	SKN	SKY	SLM	SLP	SMART	SMD
SO	SOLAR	SONIC	SPA	SPCG	SPG	SPVI	SQ	SR	SSC
STC	STEC	STHAI	STI	STP	STPI	SUC	SUN	SUTHA	SVH
SYNEX	TACC	TAPAC	TC	TCC	TCCC	TCJ	TCOAT	TEAM	TEAMG
TFM	TGE	TGPRO	TH	THAI	THANA	THE	THG	THL	THMUI
TITLE	TK	TKC	TLI	TM	TMC	TMW	TNDT	TNH	TNPC
TPBI	TPCH	TPIPL	TPIPP	TPLAS	TPOLY	TPS	TQR	TR	TRC
TRV	TSE	TSF	TSR	TTI	TTT	TTW	TVT	TWP	TWZ
UMI	UMS	UNIQ	UP	UPA	UPOIC	UREKA	UTP	UVAN	VL
VRANDA	WAVE	WFX	WGE	WINMED	WINNER	WORK	WORLD	WP	WPH
YONG									

