

# Thailand Construction Sector

## เติบโตด้วยตัวเอง

| Sector Valuation |           |      | Current | Target | Norm EPS grw |      | — Norm PE — |      | — P/BV — |     | — Div yield — |     |
|------------------|-----------|------|---------|--------|--------------|------|-------------|------|----------|-----|---------------|-----|
|                  | BBG       |      | price   | price  | 25F          | 26F  | 25F         | 26F  | 25F      | 26F | 25F           | 26F |
| Company          | Code      | Rec. | (Bt)    | (Bt)   | (%)          | (%)  | (x)         | (x)  | (x)      | (x) | (%)           | (%) |
| Ch. Kamchang     | CK TB     | BUY  | 17.50   | 21.00  | 34.1         | 10.1 | 15.3        | 13.9 | 1.1      | 1.0 | 2.9           | 2.5 |
| Stecon Group     | STECON TB | BUY  | 9.25    | 11.00  | na           | 27.4 | 15.5        | 12.2 | 0.9      | 0.9 | 2.7           | 2.9 |

Source: Thanachart estimates, Based on 16 September 2025 closing prices

แม้มีความเสี่ยงจากการเลือกตั้งที่อาจเกิดขึ้นต้นปีหน้า ซึ่งอาจทำให้การประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ปี 2026F ล่าช้า แต่เรายังคงแนะนำหุ้นเป็น “OVERWEIGHT” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ด้วยมองว่างานในมือในปัจจุบันเพียงพอที่จะหนุน EPS ให้เติบโต 34/16/6% y-y ในปี 2025-27F และแนะนำ “ซื้อ” ทั้ง STECON และ CK

### งานในมือขนาดใหญ่ขับเคลื่อนการเติบโต

แม้เรามองว่ามีความเสี่ยงจากการเลือกตั้งทั่วไปที่อาจเกิดขึ้นในช่วง 1H26F ซึ่งอาจทำให้การประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ในปี 2026F ล่าช้า แต่เรายังคงแนะนำหุ้นเป็น “OVERWEIGHT” กลุ่มรับเหมาก่อสร้างไทย และคงคำแนะนำ “ซื้อ” ทั้ง STECON และ CK 1) งานในมือที่มีอยู่ในปัจจุบันรวมกันอยู่ที่ 2.92 แสน ลบ. ณ 2Q25 หรือคิดเป็น 4 เท่าของคาดการณ์รายได้ปี 2025 ซึ่งถือว่าเพียงพอที่จะหนุนให้รายได้เติบโต 10/6/5% ต่อปี ในปี 2025-27F 2) อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทเริ่มกลับสู่ระดับปกติหลังจากที่อยู่ในจุดต่ำสุดในปี 2023-24 3) ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (equity income) ของบริษัทเพิ่มขึ้น และ 4) เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 34/16/6% y-y ในปี 2025-27F และมองว่ามูลค่าหุ้นไม่แพงที่ PE ที่ 13 เท่า และ P/BV ที่ 1 เท่า ในปี 2026F

### การปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับประมาณการกำไรของ STECON และ CK ขึ้น 12-21% ในปี 2025-27F หลังผลการดำเนินงาน 1H25 ออกมาดีกว่าคาด โดยการปรับเพิ่มนี้สะท้อน 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากการมีสัดส่วนโครงการที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้น และไม่มีโครงการที่ขาดทุน และ 2) ส่วนแบ่งขาดทุนจากเงินลงทุนที่น้อยลง เมื่อปรับมาใช้ปีฐาน 2026F ราคาเป้าหมายของเราสำหรับ CK และ STECON จึงปรับขึ้นเป็น 21 บาท/หุ้น (จาก 20 บาท) และ 11 บาท/หุ้น (จาก 9 บาท) ตามลำดับ

### การประมูลโครงการใหม่อาจถูกเลื่อนออกไป

เราคาดว่า การเลือกตั้งทั่วไปจะทำให้รอบเวลาการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ถูกเลื่อนไปจนถึงปี 2026F อย่างไรก็ตาม หลายโครงการไม่ใช่โครงการที่มีมิติทางการเมือง แต่เป็นส่วนหนึ่งของแผนยุทธศาสตร์ระยะยาวของประเทศ โครงการที่เราคาดว่าจะเปิดประมูลภายใต้รัฐบาลชุดถัดไป ได้แก่ โครงการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีแดงมูลค่า 1.5 หมื่นลบ. รถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีน เฟส 2 มูลค่า 2.35 แสนลบ. โครงการมอเตอร์เวย์และทางด่วน มูลค่า 1.04 แสนลบ. รถไฟฟ้าทางคู่ เฟส 2 มูลค่า 2.85 แสนลบ. โครงการขยายสนามบินมูลค่า 6.3 หมื่นลบ.

### แนะนำ “ซื้อ” หุ้นทั้งสองตัว แต่ชอบ STECON มากกว่า

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” ทั้ง STECON และ CK อย่างไรก็ตาม เราเปลี่ยน Top Pick เป็น STECON เนื่องจาก STECON มีแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่แข็งแกร่งกว่าที่ 27/10% y-y ในปี 2026-27F เทียบกับ CK ที่ 10/4% มูลค่าหุ้นของ STECON ยังถูกกว่าเล็กน้อย โดยซื้อขายที่ PE ที่ 12 เท่า และ P/BV ที่ 0.9 เท่า ในปี 2026F เทียบกับ CK ที่ซื้อขายที่ PE ที่ 14 เท่า และ P/BV ที่ 1.0 เท่า ในส่วนของหนี้สิน STECON ยังมีอัตราส่วนหนี้สุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า อยู่ที่ 0.1 เท่า ในปี 2026F เทียบกับ CK ที่ 1.4 เท่า อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนที่สูงของ CK ไม่ใช่ปัจจัยกังวลสำหรับเรา เนื่องจาก CK มีการสร้างกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง และมีการถือหุ้นในบริษัทในเครือที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวนมาก แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงน่าจะเป็นประโยชน์ต่อ CK ด้วยเช่นกัน

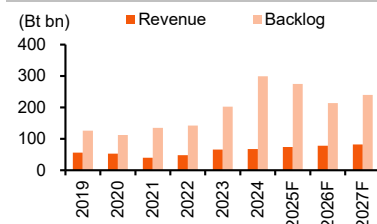


SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9122

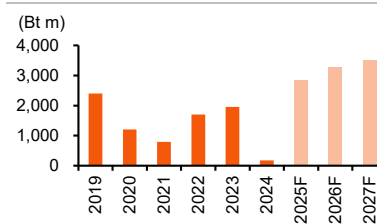
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Sector Revenue & Backlog



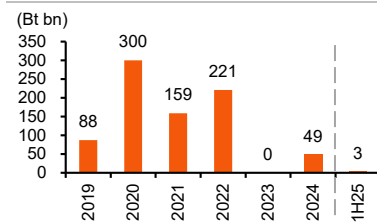
Sources: Company data, Thanachart estimates

### Sector Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

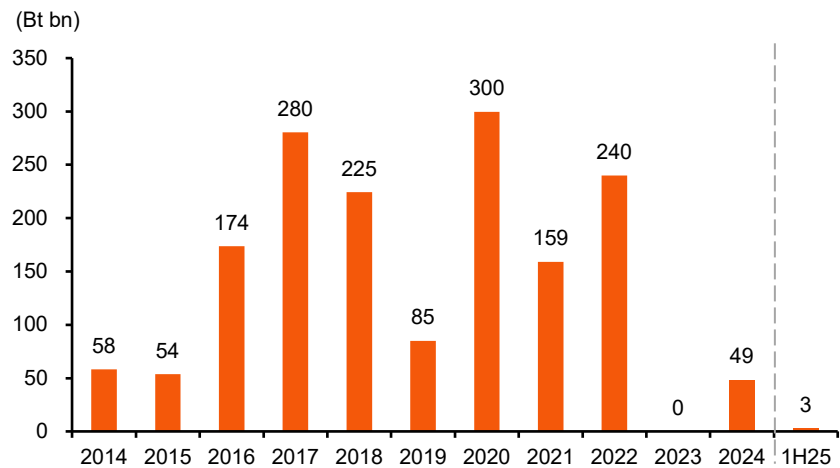
### Thailand's Infra. Project Bids



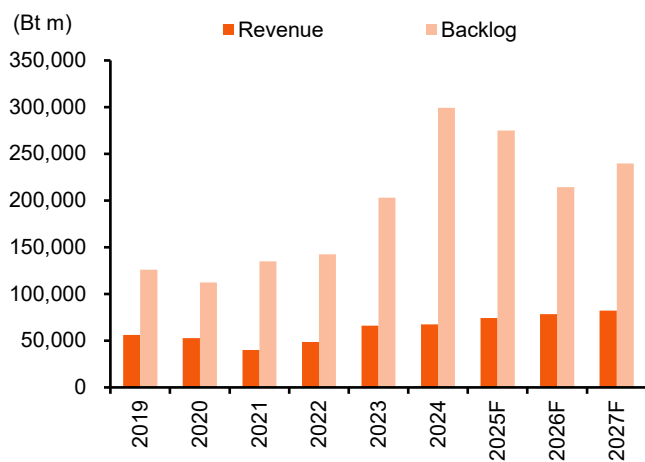
Sources: Company data, Thanachart compilation

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

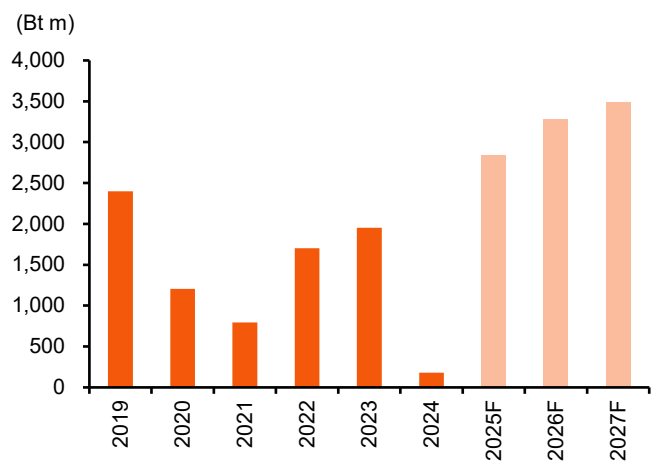
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Thailand's Infrastructure Project Bids**

Sources: Company data, Thanachart compilation

**Ex 2: Sector Revenue And Backlog**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Sector Earnings**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Thailand's Infrastructure Project Plan**

| Project type                  | Project                                             | Value (Bt m)   | Project progress                   |
|-------------------------------|-----------------------------------------------------|----------------|------------------------------------|
| Mass transit                  | Red Line extensions: Taling Chan - Siriraj - Salaya | 10,700         | Approved by the cabinet            |
| Mass transit                  | Red Line extensions: Rangsit - Thammasat            | 4,000          | Approved by the cabinet            |
| Thai-Chinese high-speed train | Phase 2: Ko Rat - Nong Khai                         | 235,000        | Approved by the cabinet            |
| Motorway                      | M9: Western Outer Ring Road - Bang Bua Thong        | 48,000         | Approved by the cabinet            |
| Motorway                      | M5: Rangsit - Bang Pa-In                            | 25,000         | Approved by the cabinet            |
| Expressway                    | Kratuu - Patong                                     | 17,000         | Approved by the cabinet            |
| Expressway                    | N2: Prasetmanukit - Eastern Outer Ring Road         | 14,000         | Waiting for the cabinet's approval |
| Double-track railway          | Hat Yai - Padang Besar                              | 7,500          | Approved by NESDB                  |
| Double-track railway          | Chum Phon - Surat Thani                             | 29,000         | Approved by NESDB                  |
| Double-track railway          | Surat Thani - Hat Yai - Song Khla                   | 64,500         | Approved by NESDB                  |
| Double-track railway          | Chira Junction - Ubonratchathani                    | 43,000         | Under SRT's review                 |
| Double-track railway          | Paknam Pho - Den Chai                               | 77,800         | Under SRT's review                 |
| Double-track railway          | Den Chai - Chiang Mai                               | 63,500         | Under SRT's review                 |
| Airport                       | Suvarnabhumi Airport's East expansion               | 13,000         | Design process                     |
| Airport                       | Don Mueang Airport's phase 3                        | 30,000         | Design process                     |
| Airport                       | Chiang Mai Airport's phase 2                        | 20,000         | Design process                     |
| <b>Total</b>                  |                                                     | <b>702,000</b> |                                    |

Sources: Company data, Thanachart compilation

**Ex 5: Thailand's Double-track Railway Network Plan****Phase 1**

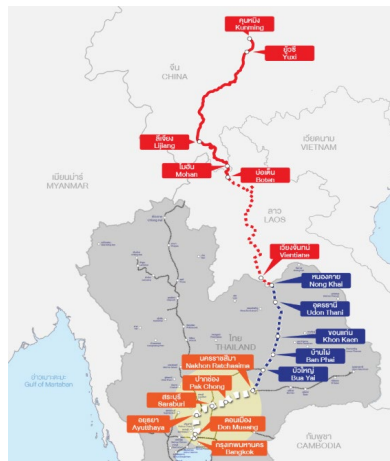
- 1) Cha Cheng Sao - Kaeng Koy
- 2) Thanon Chira - Khon Kaen
- 3) Prachuap Khiri Khan - Chumphon
- 4) Lop Buri - Paknampo
- 5) Map Kabao - Jira
- 6) Nakorn Pathom - Hua Hin
- 7) Den Chai - Chiang Rai - Chiang Khong
- 8) Ban Phai - Nakhon Phanom

**Phase 2**

- 1) Paknam Pho - Den Chai
- 2) Chira Junction - Ubonratchathani
- 3) Khon Kaen - Nong Khai
- 4) Chum Phon - Surat Thani
- 5) Surat Thani - Hat Yai - Song Khla
- 6) Hat Yai - Padang Besar
- 7) Den Chai - Chiang Mai

Sources: State Railway of Thailand, SpringerLink, Thanachart compilation

### Ex 6: Thai-Chinese High-speed Train Projects



#### **Phase 1**

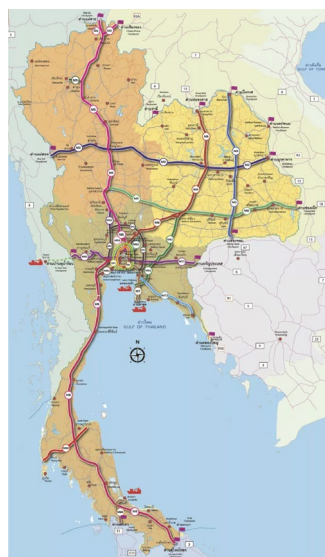
- 1) Krung Thep Aphiwat Central Terminal
- 2) Don Mueang Station
- 3) Ayutthaya Station
- 4) Saraburi Station
- 5) Pak Chong Station
- 6) Nakhon Ratchasima Station

#### **Phase 2**

- 1) Bua Yai Station
- 2) Ban Phai Station
- 3) Khon Kaen Station
- 4) Udon Thani Station
- 5) Nong Khai Station

Sources: State Railway of Thailand, Thanachart compilation

### Ex 7: Thailand's Intercity Motorway Network Plan



#### **Under operation**

- 1) M7 Bangkok – Ban Chang
- 2) M9 Western Bangkok Outer Ring Road
- 3) Don Muang Tollway

#### **Under construction**

- 1) M6 Bang Pa-In - Nakhon Ratchasima
- 2) M81 Bang Yai - Kanchanaburi
- 3) M82 Bang Khun Thian - Ban Phaeo

#### **Under study**

- 1) M7 Srinakarindra – SBIA
- 2) M8 Nakhon Pathom – Cha-am

#### **Approved by the cabinet**

- 1) M5 Rangsit - Bang Pa-In
- 2) M9 Bang Khun Thian - Bang Bua Thong

Sources: Department of Highways, Thanachart compilation

## Ex 8: Suvarnabhumi Airport's New South Terminal



1. Access road

2. Sky Complex

3. New South Terminal

4. GA Terminal

5. MRO

6. Cargo

7. VIP Terminal

8. Airport City

Sources: Company data, UrbanLife

## Ex 9: STECON's Valuation

| Y/E Dec (Bt m)   | 2024A   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------------|---------|--------|--------|--------|
| Sales            | 30,005  | 31,848 | 34,370 | 36,422 |
| Net profit       | (2,357) | 1,255  | 1,153  | 1,267  |
| Norm profit      | (1,268) | 905    | 1,153  | 1,267  |
| Norm EPS (Bt)    | (0.8)   | 0.6    | 0.8    | 0.8    |
| Norm EPS grw (%) | na      | na     | 27.4   | 9.9    |
| Norm PE (x)      | na      | 15.5   | 12.2   | 11.1   |
| EV/EBITDA (x)    | na      | 8.4    | 6.9    | 6.2    |
| P/BV (x)         | 0.8     | 0.9    | 0.9    | 0.8    |
| Div yield (%)    | 0.0     | 2.7    | 2.9    | 3.6    |
| ROE (%)          | na      | 5.5    | 7.2    | 7.5    |
| Net D/E (%)      | 22.9    | 16.3   | 13.2   | 9.8    |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 10: CK's Valuation

| Y/E Dec (Bt m)   | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales            | 37,721 | 42,712 | 44,285 | 45,842 |
| Net profit       | 1,446  | 2,439  | 2,135  | 2,229  |
| Norm profit      | 1,446  | 1,939  | 2,135  | 2,229  |
| Norm EPS (Bt)    | 0.9    | 1.1    | 1.3    | 1.3    |
| Norm EPS grw (%) | (0.4)  | 34.1   | 10.1   | 4.4    |
| Norm PE (x)      | 20.5   | 15.3   | 13.9   | 13.3   |
| EV/EBITDA (x)    | 46.0   | 32.2   | 31.1   | 31.5   |
| P/BV (x)         | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |
| Div yield (%)    | 1.7    | 2.9    | 2.5    | 2.6    |
| ROE (%)          | 5.6    | 7.2    | 7.5    | 7.5    |
| Net D/E (%)      | 167.0  | 149.6  | 139.9  | 141.4  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 11: Peer Valuation Comparison

| Name                   | BBG code  | Country  | EPS growth  |             | — PE —      |             | — P/BV —   |            | EV/EBITDA   |             | — Div yield — |            |
|------------------------|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|------------|
|                        |           |          | 25F<br>(%)  | 26F<br>(%)  | 25F<br>(x)  | 26F<br>(x)  | 25F<br>(x) | 26F<br>(x) | 25F<br>(x)  | 26F<br>(x)  | 25F<br>(%)    | 26F<br>(%) |
| Ahluwalia Contracts    | AHLU IN   | India    | 40.8        | 28.8        | 22.5        | 17.5        | na         | na         | na          | na          | 0.1           | 0.1        |
| Nagarjuna Construction | NJCC IN   | India    | 18.8        | 11.3        | 14.0        | 12.6        | 1.7        | 1.5        | 6.1         | 5.6         | 1.0           | 1.0        |
| Gamuda                 | GAM MK    | Malaysia | 120.8       | 36.3        | 30.7        | 22.5        | 2.7        | 2.5        | 25.7        | 18.6        | 1.7           | 2.0        |
| IJM Corp               | IJM MK    | Malaysia | 31.0        | 10.4        | 19.2        | 17.5        | 1.0        | 1.0        | 10.7        | 10.0        | 2.7           | 2.8        |
| Hyundai Eng & Const    | 000720 KS | S. Korea | na          | 39.3        | 12.2        | 8.8         | 0.8        | 0.7        | 7.5         | 5.9         | 1.3           | 1.5        |
| Samsung Engineering    | 028050 KS | S. Korea | (21.4)      | 14.3        | 9.3         | 8.1         | 1.2        | 1.1        | 1.4         | 1.3         | 2.3           | 2.5        |
| Pylon Pcl              | PYLON TB  | Thailand | na          | (3.9)       | 12.5        | 12.9        | 1.6        | 1.5        | 5.8         | 6.5         | 6.2           | 5.9        |
| Seafco Pcl             | SEAFKO TB | Thailand | na          | 5.3         | 11.3        | 10.7        | 1.1        | 1.0        | 5.2         | 5.1         | 2.5           | 4.2        |
| CH Karnchang *         | CK TB     | Thailand | 34.1        | 10.1        | 15.3        | 13.9        | 1.1        | 1.0        | 32.2        | 31.1        | 2.9           | 2.5        |
| Stecon Group *         | STECON TB | Thailand | na          | 27.4        | 15.5        | 12.2        | 0.9        | 0.9        | 8.4         | 6.9         | 2.7           | 2.9        |
| <b>Average</b>         |           |          | <b>37.4</b> | <b>17.9</b> | <b>16.3</b> | <b>13.7</b> | <b>1.3</b> | <b>1.2</b> | <b>11.4</b> | <b>10.1</b> | <b>2.3</b>    | <b>2.5</b> |

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 16 September 2025 closing prices

## Ex 12: Sector Valuation Comparison

|                           |            | CK TB  | STECON TB | Industry   |
|---------------------------|------------|--------|-----------|------------|
| Rating                    |            | BUY    | BUY       | Overweight |
| Market cap                | (US\$ m)   | 935    | 443       |            |
| Target price (Bt)         | Thanachart | 21.00  | 11.00     |            |
|                           | Consensus  | 19.96  | 9.07      |            |
| Consensus rec.            | BUY        | 14     | 14        |            |
|                           | HOLD       | 0      | 1         |            |
|                           | SELL       | 0      | 0         |            |
| Sales (Bt m)              | 2024       | 37,721 | 30,005    | 67,726     |
|                           | 2025F      | 42,712 | 31,848    | 74,560     |
|                           | 2026F      | 44,285 | 34,370    | 78,655     |
|                           | 2027F      | 45,842 | 36,422    | 82,264     |
| Normalized profits (Bt m) | 2024       | 1,446  | (1,268)   | 178        |
|                           | 2025F      | 1,939  | 905       | 2,844      |
|                           | 2026F      | 2,135  | 1,153     | 3,288      |
|                           | 2027F      | 2,229  | 1,267     | 3,496      |
| Sales growth (%)          | 2024       | 2.7    | 1.4       | 2.1        |
|                           | 2025F      | 13.2   | 6.1       | 10.1       |
|                           | 2026F      | 3.7    | 7.9       | 5.5        |
|                           | 2027F      | 3.5    | 6.0       | 4.6        |
| Normalized EPS growth (%) | 2024       | (0.4)  | na        | (0.4)      |
|                           | 2025F      | 34.1   | na        | 34.1       |
|                           | 2026F      | 10.1   | 27.4      | 15.6       |
|                           | 2027F      | 4.4    | 9.9       | 6.3        |
| Operating margin (%)      | 2024       | 2.0    | (3.2)     | (0.3)      |
|                           | 2025F      | 2.7    | 3.8       | 3.2        |
|                           | 2026F      | 2.7    | 4.2       | 3.4        |
|                           | 2027F      | 2.7    | 4.2       | 3.4        |
| ROE (%)                   | 2024       | 5.6    | na        | na         |
|                           | 2025F      | 7.2    | 5.5       | 6.3        |
|                           | 2026F      | 7.5    | 7.2       | 7.3        |
|                           | 2027F      | 7.5    | 7.5       | 7.5        |
| Dividend yield (%)        | 2024       | 1.7    | 0.0       | 0.9        |
|                           | 2025F      | 2.9    | 2.7       | 2.8        |
|                           | 2026F      | 2.5    | 2.9       | 2.7        |
|                           | 2027F      | 2.6    | 3.6       | 3.1        |
| P/BV (x)                  | 2024       | 1.1    | 0.8       | 1.0        |
|                           | 2025F      | 1.1    | 0.9       | 1.0        |
|                           | 2026F      | 1.0    | 0.9       | 1.0        |
|                           | 2027F      | 1.0    | 0.8       | 0.9        |
| Normalized PE (x)         | 2024       | 20.5   | na        | 20.5       |
|                           | 2025F      | 15.3   | 15.5      | 15.4       |
|                           | 2026F      | 13.9   | 12.2      | 13.0       |
|                           | 2027F      | 13.3   | 11.1      | 12.5       |
| EV/EBITDA (x)             | 2024       | 46.0   | na        | 46.0       |
|                           | 2025F      | 32.2   | 8.4       | 20.3       |
|                           | 2026F      | 31.1   | 6.9       | 19.0       |
|                           | 2027F      | 31.5   | 6.2       | 18.9       |
| Net D/E (x)               | 2024       | 1.7    | 0.2       | 0.9        |
|                           | 2025F      | 1.5    | 0.2       | 0.8        |
|                           | 2026F      | 1.4    | 0.1       | 0.8        |
|                           | 2027F      | 1.4    | 0.1       | 0.8        |

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

STOCK PERFORMANCE

|              | Absolute (%) |      |        |       | Rel SET (%) |      |        |       |
|--------------|--------------|------|--------|-------|-------------|------|--------|-------|
|              | 1M           | 3M   | 12M    | YTD   | 1M          | 3M   | 12M    | YTD   |
| SET INDEX    | 3.9          | 17.4 | (8.9)  | (6.6) | —           | —    | —      | —     |
| Construction | 21.9         | 25.2 | (19.3) | (1.9) | 18.0        | 7.9  | (10.5) | 4.7   |
| CK TB        | 25.9         | 29.6 | (12.9) | (8.9) | 22.0        | 12.2 | (4.1)  | (2.3) |
| STECON TB    | 44.5         | 34.1 | (3.6)  | 20.1  | 40.7        | 16.7 | 5.2    | 26.7  |

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

|                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>S — Strength</b>                                                                                                                                                                                                                           | <b>W — Weakness</b>                                                                                                                                                                                                                                   |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ผู้รับเหมาระดับ Class-A สามารถประมูลโครงการก่อสร้างได้ทั้งหมด</li><li>▪ มูลค่า Backlog ที่มีอยู่สูงน่าจะรักษาการเติบโตของรายได้ได้อย่างน้อยสามปีข้างหน้า</li></ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ รายได้ส่วนใหญ่มาจากโครงการที่ต้องประมูล และไม่มีกำไรที่ดีว่าผู้รับเหมาจะชนะประมูล</li><li>▪ ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ทำให้มีความเสี่ยงจากค่าแรงเพิ่ม และการขาดแคลนแรงงาน</li></ul> |
| <b>O — Opportunity</b>                                                                                                                                                                                                                        | <b>T — Threat</b>                                                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ประเทศไทยกำลังอยู่ในช่วงกลางของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่</li><li>▪ รัฐบาลตั้งใจที่จะลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพื่อพัฒนาความได้เปรียบในการแข่งขันของไทย และดึงดูดการลงทุนภาคเอกชน</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ความผันผวนของราคาสินวัสดุก่อสร้างเป็นความเสี่ยงหลัก ขณะที่ค่าแรงขั้นต่ำจะสูงขึ้นในปีหน้า</li><li>▪ หนี้สาธารณะอาจเป็นสาเหตุให้รัฐบาลเลื่อนการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน</li></ul>                         |

REGIONAL COMPARISON

| Name      | —EPS growth— |             | — PE —      |             | — P/BV —   |            | — EV/EBITDA — |             | — Div. Yield — |            |
|-----------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|---------------|-------------|----------------|------------|
|           | 25F          | 26F         | 25F         | 26F         | 25F        | 26F        | 25F           | 26F         | 25F            | 26F        |
|           | (%)          | (%)         | (x)         | (x)         | (x)        | (x)        | (x)           | (x)         | (%)            | (%)        |
| China     | 29.8         | 20.1        | 18.3        | 15.1        | 1.7        | 1.5        | 6.1           | 5.6         | 0.6            | 0.6        |
| India     | 75.9         | 23.4        | 25.0        | 20.0        | 1.9        | 1.8        | 18.2          | 14.3        | 2.2            | 2.4        |
| Malaysia  | (21.4)       | 26.8        | 10.8        | 8.5         | 1.0        | 0.9        | 4.5           | 3.6         | 1.8            | 2.0        |
| S.Korea   | 34.1         | 18.8        | 15.4        | 13.1        | 1.0        | 1.0        | 20.3          | 19.0        | 2.8            | 2.7        |
| Thailand  | <b>29.6</b>  | <b>22.2</b> | <b>17.3</b> | <b>14.1</b> | <b>1.4</b> | <b>1.3</b> | <b>12.3</b>   | <b>10.6</b> | <b>1.8</b>     | <b>1.9</b> |
| Average   | 34.1         | 10.1        | 15.3        | 13.9        | 1.1        | 1.0        | 32.2          | 31.1        | 2.9            | 2.5        |
| CK TB     | na           | 27.4        | 15.5        | 12.2        | 0.9        | 0.9        | 8.4           | 6.9         | 2.7            | 2.9        |
| STECON TB | <b>34.1</b>  | <b>18.8</b> | <b>15.4</b> | <b>13.1</b> | <b>1.0</b> | <b>1.0</b> | <b>20.3</b>   | <b>19.0</b> | <b>2.8</b>     | <b>2.7</b> |
| Average   | 29.8         | 20.1        | 18.3        | 15.1        | 1.7        | 1.5        | 6.1           | 5.6         | 0.6            | 0.6        |

Sources: Bloomberg Consensus  
Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**BUY** (Unchanged)  
Change in Numbers

**TP: Bt 21.00**  
Upside : 20.0%

(From: Bt 20.00 )  
**17 SEPTEMBER 2025**

Small Cap Research

## Ch. Karnchang Pcl (CK TB)

### การเติบโตที่มั่นคง

CK มีงานในมือ 1.92 แสนลบ. คิดเป็น 4.5 เท่าของคาดการณ์รายได้ปี 2025F ด้วยส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวมที่สูงขึ้น เป้าการเติบโตของกำไรของเราที่ 10/4% y-y ในปี 2026-27F จึงดูแน่ชัด ด้วยซื้อขายที่ 1 เท่า P/BV และมีส่วนลด 38% จากมูลค่าตลาดของบริษัทในเครือ เราจึงแนะนำ “ซื้อ”



**SAKSID PHADTHANANARAK**  
662-779-9119  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

#### ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง – “เติบโตด้วยตัวเอง” วันที่ 17 กันยายน 2025 เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” CK 1) ผลการดำเนินงาน 1H25 ที่แข็งแกร่ง ทำให้เราปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรขึ้นอีก 29/25/16% ในปี 2025-27F (Exhibit 1) ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2026F ราคาเป้าหมายจึงปรับขึ้นเป็น 21.0 บาท (จาก 20.0 บาท) 2) แม้อาจมีความล่าช้าในการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐาน เนื่องจากการเลือกตั้งทั่วไปที่อาจเกิดขึ้นใน 1H26F แต่งานในมือจำนวนมาก และการเติบโตของส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน ยังช่วยหนุนให้ EPS เติบโต 10/4% ในปี 2026-27F 3) มูลค่าหุ้นของ CK น่าสนใจ ซื้อขายที่ 1.0 เท่า P/BV และมีส่วนลดถึง 38% จากมูลค่าตลาดของพอร์ตการลงทุน

#### ปัจจัยผลักดันกำไร

แม้เราจะสมมติว่าไม่มีโครงการใหม่ในปี และโดยเฉพาะโครงการสถาบันการแพทย์ศิริราช 7.7 พันลบ. ในปี 2026F แต่การเติบโตของกำไรยังคงมั่นคง จากงานในมือจำนวนมาก อัตรากำไรขั้นต้นที่อยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่างานในมือที่มี 1.92 แสนลบ. ณ สิ้น 2Q25 จะหนุนการเติบโตของรายได้ที่ 13/4/4% พร้อมคงอัตรากำไรขั้นต้นในระดับสูงที่ 8.2% ในปี 2025-27F (เทียบกับ 7.6-7.9% ในปี 2023-24 และ 8.4% ใน 1H25) อันเป็นผลมาจากสัดส่วนรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากโครงการที่มีอัตรากำไรสูง เช่น รถไฟฟ้าสายสีส้ม และโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง เราจึงคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนอยู่ที่ 2.0/2.1/2.2 พันลบ. ในปี 2025-27F ซึ่งได้แรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรของบริษัทในเครือ ได้แก่ บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM ถือหุ้น 41%) และ บมจ. ซีเค พาวเวอร์ (CKP ถือหุ้น 30%)

#### การเลือกตั้งจะทำให้การประมูลโครงการล่าช้า (ไม่ยกเลิก)

เราคาดว่า การเลือกตั้งทั่วไปจะเลื่อนรอบเวลาการเปิดประมูลโครงการใหม่ไปช่วงปลายปี 2026F ดังนั้นเราจึงคาดว่า งานก่อสร้างทางด่วนสองชั้นมูลค่า 3.5 หมื่นลบ. และงานระบบไฟฟ้าและเครื่องกล (M&E) ของรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ มูลค่า 2.7 หมื่นลบ. จะถูกมอบให้กับ CK ในปี 2027F แทนที่จะเป็นปี 2025-26F CK มีโอกาสสูงที่จะได้งานทั้งสองโครงการ เนื่องจากทางด่วนสองชั้นจะสร้างอยู่บนทางด่วนเดิมของ BEM ขณะที่สายสีม่วงใต้ก็จะเชื่อมต่อกับสายสีม่วงเหนือของ BEM เช่นกัน เราจึงคาดว่า BEM จะเป็นผู้รับสัมปทานในการดำเนินงานโครงการเหล่านี้ และจะจ้าง CK เป็นผู้รับเหมาหลักในงานก่อสร้าง

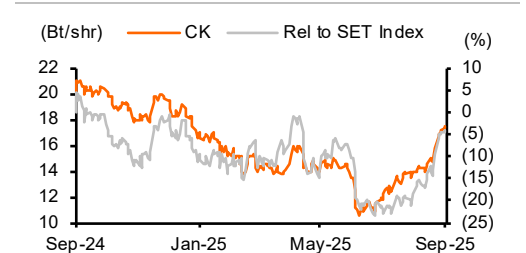
#### หนี้ที่สูงไม่ใช่เรื่องน่ากังวล

เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ CK จะอยู่ที่ 1.5 เท่า ในปี 2025F (1.7 เท่า ใน 2Q25) โดยข้อกำหนดของหุ้นกู้ (Covenant) กำหนดไว้ที่ 3 เท่า และ CK ยังมีพอร์ตการลงทุนที่มีมูลค่าตลาดอยู่ที่ 4.8 หมื่นลบ. เทียบกับหนี้สินสุทธิที่ 4.3 หมื่นลบ. CK ได้รับเครดิตเรตติ้งจาก TRIS ที่ระดับ A- และสามารถออกหุ้นกู้มูลค่า 5.5 พันลบ. ได้สำเร็จ โดยมีอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว 3.3-4.0% เพื่อนำไปรีไฟแนนซ์หนี้เดิม นอกจากนี้ CK ยังมีแผนจะขายหุ้น 10% ในบริษัท หลวงพระบาง พาวเวอร์ (non-listed) ซึ่ง CK ถือหุ้นอยู่ 20% ให้กับ TTW ซึ่ง CK ถือหุ้นอยู่ 19% มูลค่า 2.8 พันลบ. ภายใน 3Q25F เพื่อใช้ในการชำระหนี้

#### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 37,721 | 42,712 | 44,285 | 45,842 |
| Net profit        | 1,446  | 2,439  | 2,135  | 2,229  |
| Consensus NP      | —      | 1,882  | 1,945  | 2,162  |
| Diff frm cons (%) | —      | 29.6   | 9.8    | 3.1    |
| Norm profit       | 1,446  | 1,939  | 2,135  | 2,229  |
| Prev. Norm profit | —      | 1,509  | 1,707  | 1,921  |
| Chg frm prev (%)  | —      | 28.5   | 25.1   | 16.0   |
| Norm EPS (Bt)     | 0.85   | 1.14   | 1.26   | 1.32   |
| Norm EPS grw (%)  | (0.4)  | 34.1   | 10.1   | 4.4    |
| Norm PE (x)       | 20.5   | 15.3   | 13.9   | 13.3   |
| EV/EBITDA (x)     | 46.0   | 32.2   | 31.1   | 31.5   |
| P/BV (x)          | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |
| Div yield (%)     | 1.7    | 2.9    | 2.5    | 2.6    |
| ROE (%)           | 5.6    | 7.2    | 7.5    | 7.5    |
| Net D/E (%)       | 167.0  | 149.6  | 139.9  | 141.4  |

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

|                             |                         |
|-----------------------------|-------------------------|
| Price as of 16-Sep-25 (Bt)  | 17.50                   |
| Market Cap (US\$ m)         | 935.1                   |
| Listed Shares (m shares)    | 1,693.9                 |
| Free Float (%)              | 68.1                    |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 1.5                     |
| 12M Price H/L (Bt)          | 21.00/10.60             |
| Sector                      | Construction            |
| Major Shareholder           | Trivisvavet group 31.8% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P13

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Key Assumption Changes**

|                                 | 2022   | 2023    | 2024    | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>New work value (Bt m)</b>    |        |         |         |        |        |        |
| New                             | 28,087 | 109,153 | 119,076 | 0      | 7,700  | 69,500 |
| Old                             |        |         |         | 35,000 | 25,000 | 15,000 |
| Change (%)                      |        |         |         | na     | (69.2) | 363.3  |
| <b>Revenue (Bt m)</b>           |        |         |         |        |        |        |
| New                             | 18,293 | 36,725  | 37,721  | 42,712 | 44,285 | 45,842 |
| Old                             |        |         |         | 37,529 | 39,801 | 42,807 |
| Change (%)                      |        |         |         | 13.8   | 11.3   | 7.1    |
| <b>Gross margin (%)</b>         |        |         |         |        |        |        |
| New                             | 8.7    | 7.6     | 7.9     | 8.2    | 8.2    | 8.2    |
| Old                             |        |         |         | 7.7    | 7.7    | 7.7    |
| Change (ppt)                    |        |         |         | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| <b>Equity income (Bt m)</b>     |        |         |         |        |        |        |
| New                             | 1,530  | 1,520   | 1,875   | 2,014  | 2,046  | 2,194  |
| Old                             |        |         |         | 1,882  | 2,032  | 2,208  |
| Change (%)                      |        |         |         | 7.0    | 0.7    | (0.6)  |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b> |        |         |         |        |        |        |
| New                             | 882    | 1,452   | 1,446   | 1,939  | 2,135  | 2,229  |
| Old                             |        |         |         | 1,509  | 1,707  | 1,921  |
| Change (%)                      |        |         |         | 28.5   | 25.1   | 16.0   |

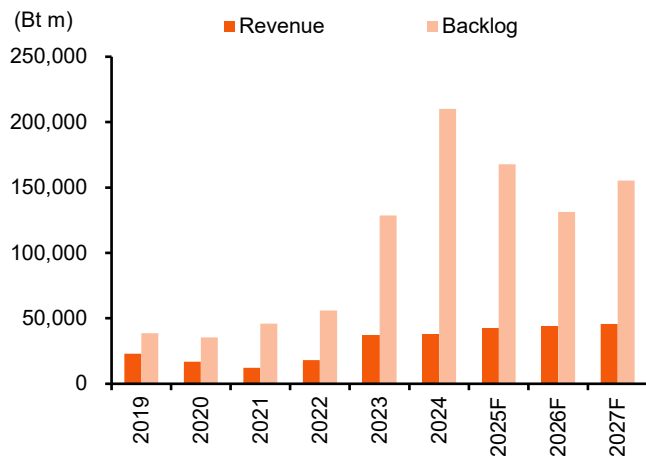
Source: Thanachart estimates

**Ex 2: CK's SOTP Value**

| BBG code                                | % holding | Fair value<br>(Bt m) | 15% discount<br>(Bt m) | Share price<br>(Bt/share) | Market value<br>(Bt m) |
|-----------------------------------------|-----------|----------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| TTW TB                                  | 19.4%     | 6,967                | 5,922                  | 9.05                      | 7,005                  |
| BEM TB                                  | 41.2%     | 50,318               | 42,770                 | 5.35                      | 33,650                 |
| CKP TB                                  | 30.0%     | 12,194               | 10,365                 | 3.00                      | 7,316                  |
| <b>Total</b>                            |           | <b>69,479</b>        | <b>59,057</b>          |                           | <b>47,972</b>          |
| <b>Per CK share (Bt)</b>                |           |                      | <b>34.9</b>            |                           | <b>28.3</b>            |
| <b>Construction business value (Bt)</b> |           |                      | <b>(14.2)</b>          |                           |                        |
| <b>Our TP (Bt)</b>                      |           |                      | <b>21.0</b>            |                           |                        |

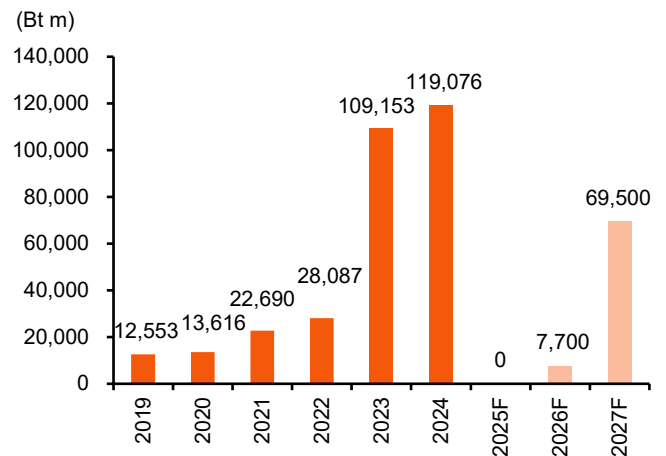
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 3: CK's Revenue And Backlog



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 4: CK's New Work Value



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: CK's Potential Projects

| CK's high-potential projects | Project                              | Value (Bt m) | Project progress                   |
|------------------------------|--------------------------------------|--------------|------------------------------------|
| Expressway                   | Double deck: Ngam Wong Wan - Rama 9  | 35,000       | Waiting for the cabinet's approval |
| Mass transit                 | South Purple Line: M&E               | 27,000       | Waiting for the cabinet's approval |
| Building                     | Siriraj Medical Institute (Bang Pho) | 7,700        | Approved by the cabinet            |

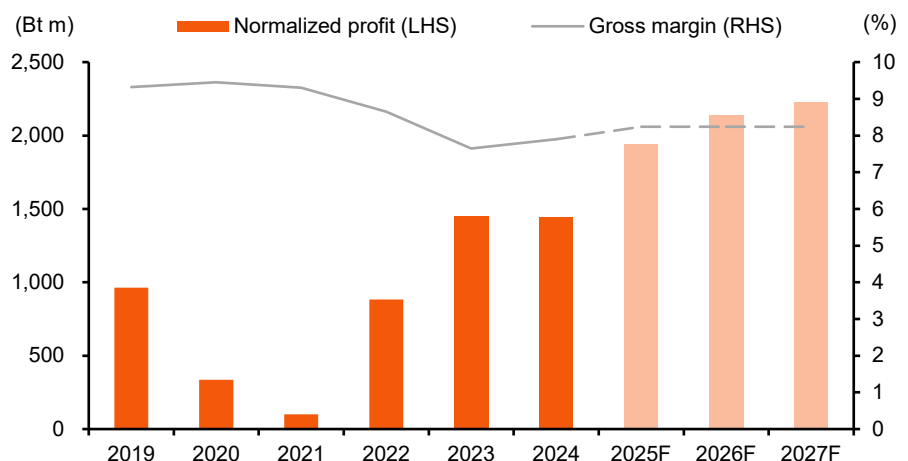
  

| Government's projects | Project              | Value (Bt m)   | Project progress                   |
|-----------------------|----------------------|----------------|------------------------------------|
| Mass transit          | Red Line extensions  | 14,700         | Approved by the cabinet            |
| High-speed train      | Phase 2              | 235,000        | Approved by the cabinet            |
| Motorways             | M5 & M9              | 73,000         | Approved by the cabinet            |
| Expressway            | N2 & Kratuu - Patong | 31,000         | Waiting for the cabinet's approval |
| Double-track railway  | Phase 2              | 285,300        | Waiting for the cabinet's approval |
| Airport               | Expansions           | 63,000         | Design process                     |
| <b>Total</b>          |                      | <b>702,000</b> |                                    |

Sources: Company data, Thanachart compilation

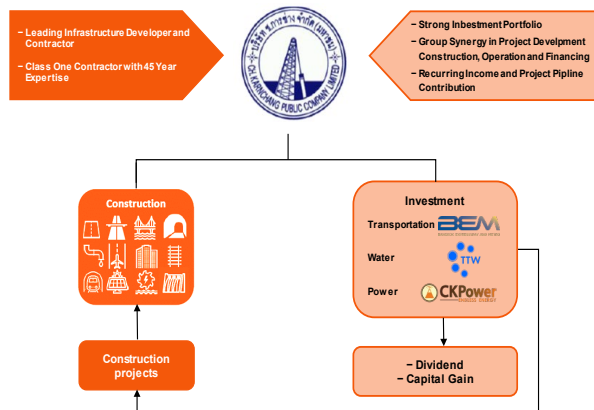
Note: \* See details in our sector report, *On its own feet*, dated 17 September 2025

## Ex 6: CK's Earnings And Gross Margin



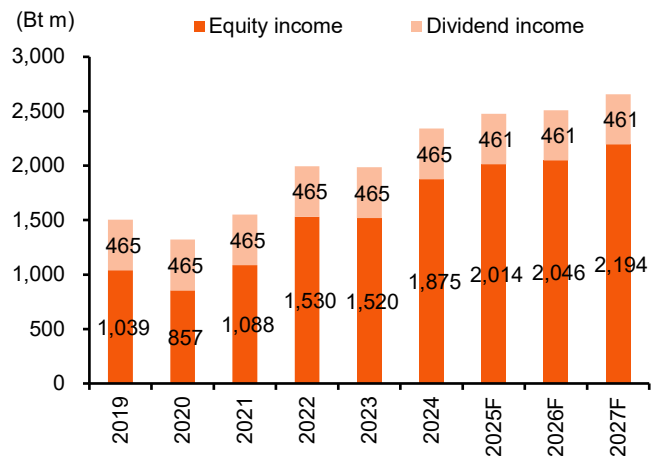
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: CK's Infrastructure Investment Model



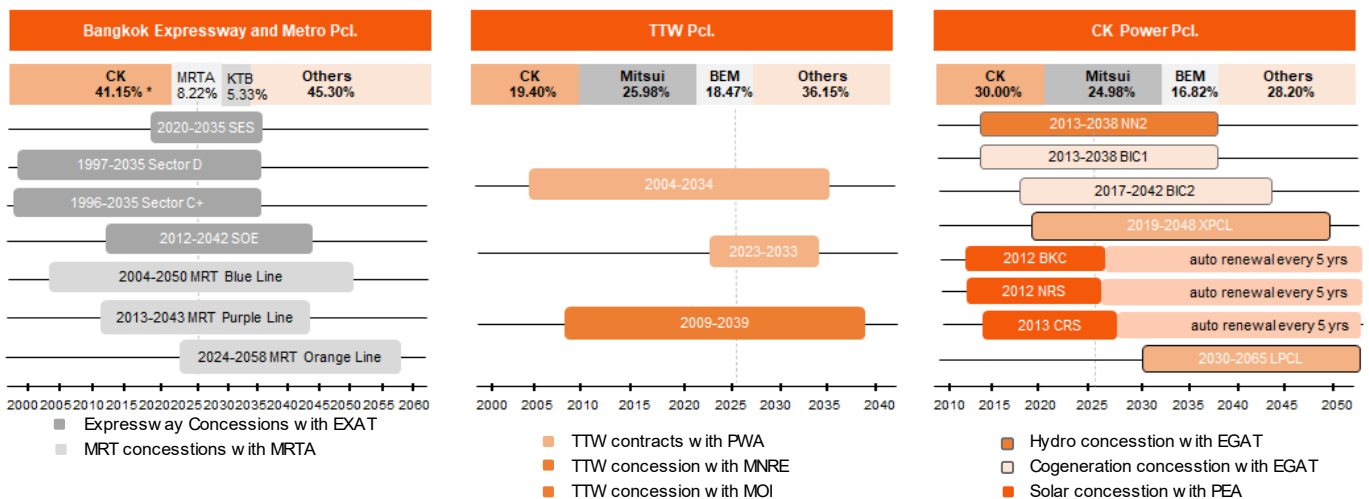
Source: Company data

## Ex 8: CK's Equity And Dividend Income



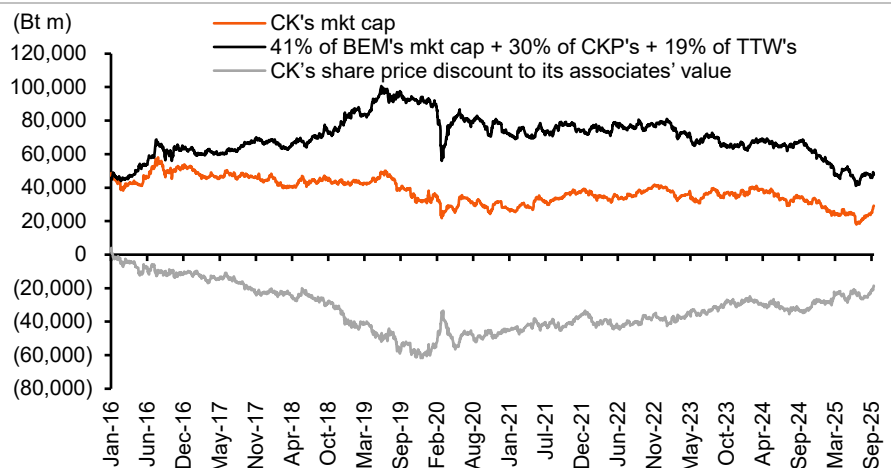
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 9: CK's Infrastructure Associates With Long Concession Periods



Source: Company data

## Ex 10: CK's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ และผู้พัฒนาโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานของประเทศไทย บริษัท มีประสบการณ์ด้านธุรกิจก่อสร้างสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ building complex และงานโยธาทั่วไปมากกว่า 30 ปี บริษัท มีความซื่อสัตย์ความสามารถในการดำเนินงานสูง และมีศักยภาพในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้บริษัท ยังได้ลงทุนในโครงการสัมปทานของภาครัฐ เพื่อขยายธุรกิจ และสร้างรายได้ที่มั่นคงในระยะยาว

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

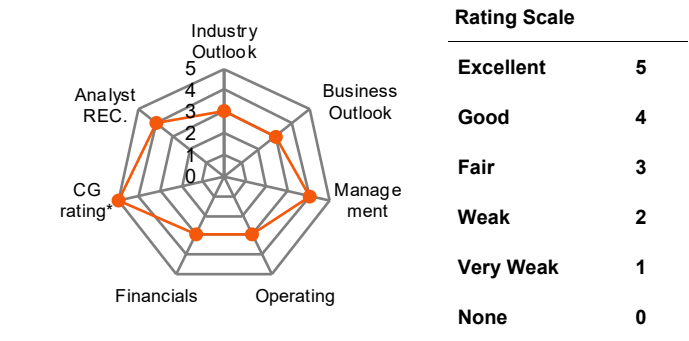
S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ CK ขึ้นกับโครงการประมูล และไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า CK จะชนะการประมูล
- CK มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูง ทำให้มีโอกาขาดทุนสูงหากรายได้ลดลง
- เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง จึงมีความเสี่ยงของค่าใช้จ่ายแรงงานที่สูงขึ้น และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวนเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยง

CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 19.96     | 21.00      | 5%      |
| Net profit 25F (Bt m) | 1,882     | 2,439      | 30%     |
| Net profit 26F (Bt m) | 1,945     | 2,135      | 10%     |
| Consensus REC         | BUY: 14   | HOLD: 0    | SELL: 0 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิที่คาดการณ์ในปี 2025-26F ของเรา สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (Bloomberg consensus) 10-30% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานยอดขายและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมในเชิงรุกมากขึ้น และรวมกำไรพิเศษจากการขายหุ้นใน LPCL
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของโบรกเกอร์อื่น ตามประมาณการของเราที่สูงกว่า

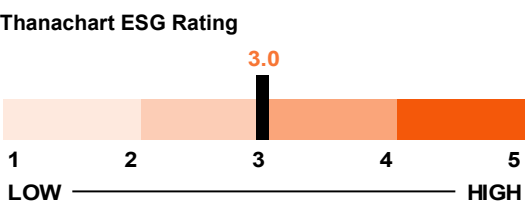
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลไม่สามารถดำเนินการได้ จะทำให้เราต้องปรับลดสมมติฐานงานใหม่ของเราลง
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ CK ดังนั้นความผันผวนของราคา จึงเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อการประมาณการกำไรของเรา
- เศรษฐกิจที่อ่อนแออาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของประชาชน และการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

CK เป็นหนึ่งในสามบริษัทใหญ่ที่สุดของประเทศไทยที่เชี่ยวชาญด้านงานโยธาและงานเครื่องกลสำหรับโครงการโครงสร้างพื้นฐาน อาคาร และโรงไฟฟ้า บริษัทได้รับการจัดอันดับ ESG จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับ AA สำหรับปี 2024 ขณะที่คะแนน ESG ของเราสำหรับ CK อยู่ในระดับปานกลางที่ 3.02



|    | SET ESG Index | SET ESG (BBB-AAA) | DJSI Index | MSCI (CCC-AAA) | ESG Book (0-100) | Refinitiv (0-100) | S&P Global (0-100) | Moody's (0-100) | CG Rating (0-5) |
|----|---------------|-------------------|------------|----------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| CK | YES           | AA                | -          | B              | 50.90            | 49.71             | 28.00              | -               | 5.0             |

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

| Factors                                                                                                                                                                                                                                                       | Our Comments                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</div> <div><div><div>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</div><div>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</div><div>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</div><div>การบริหารจัดการน้ำ</div><div>การบริหารจัดการของเสีย</div></div></div> | <div><div>เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) ของ CK ในระดับปานกลางที่ 2.8 เพื่อสะท้อนนโยบายและการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทซึ่งเป็นไปตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง</div><div>บริษัทตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 5% ภายในปี 2027 และบรรลุการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero emissions) ภายในปี 2065 อย่างไรก็ตาม ในปี 2024 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้น 48% y-y เนื่องจากกิจกรรมการดำเนินงานและธุรกิจที่เพิ่มขึ้น CK ยังตั้งเป้าลดการใช้ไฟฟ้าลง 10% ภายในปี 2030 ผ่านโครงการติดตั้งระบบโซลาร์บนหลังคาและโครงการประหยัดพลังงาน เช่น การเปลี่ยนหลอดไฟแบบเดิมเป็นหลอด LED ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่า</div><div>บริษัทดำเนินการมาตรการควบคุมฝุ่นตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535 และแนวทางของกรมควบคุมมลพิษ ทำให้ปริมาณฝุ่นในโครงการต่ำกว่า 0.33 มิลลิกรัมต่อลูกบาศก์เมตร และฝุ่นละอองต่ำกว่า 0.12 มิลลิกรัมต่อลูกบาศก์เมตร โดยเฉลี่ยในช่วง 24 ชั่วโมง</div><div>ระดับเสียงในพื้นที่ก่อสร้างถูกตรวจสอบและเฝ้าระวังให้ต่ำกว่า 115 เดซิเบลเอ (dBA) ตลอดเวลา และมีค่าเฉลี่ยไม่เกิน 70 dBA ต่อวัน นอกจากนี้ การจัดการน้ำเสียและของเสียยังดำเนินการตามพระราชบัญญัติส่งเสริมสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535</div></div> |
| <div>ด้านสังคม (SOCIAL)</div> <div><div>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</div><div>การดูแลพนักงาน</div><div>สุขภาพและความปลอดภัย</div><div>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</div><div>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</div></div>                               | <div><div>คะแนนด้านสังคม (Social) ของ CK อยู่ในระดับดีที่ 3.0 เนื่องจากบริษัทปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนและรับรองการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นธรรมในการปฏิบัติงานตามพระราชบัญญัติคุ้มครองแรงงานและพระราชบัญญัติแรงงานสัมพันธ์ นอกจากนี้ยังให้ความสำคัญกับนโยบายด้านความปลอดภัยซึ่งถือเป็นมาตรฐานสูงสุด โดยมุ่งมั่นดำเนินงานอย่างปลอดภัยภายใต้กฎหมายความปลอดภัยและอาชีวอนามัย</div><div>ในปี 2024 พนักงานของบริษัทมีสัดส่วนชาย 71% และหญิง 29% โดยมีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ย 11.57 ชั่วโมงต่อคนต่อปี และไม่มีกรณีอุบัติเหตุที่ทำให้ต้องหยุดงาน</div><div>CK ดำเนินกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) เช่น การบริจาคเลือด สนับสนุนงบประมาณสำหรับโครงการชุมชนหลายโครงการ และดำเนินโครงการส่งเสริมนวัตกรรมข้างชุมชนเพื่อพัฒนาข้างชุมชนให้เป็นนวัตกรรมชุมชนอย่างต่อเนื่อง</div></div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <div>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</div> <div><div>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</div><div>จริยธรรมและความโปร่งใส</div><div>ความยั่งยืนของธุรกิจ</div><div>การบริหารความเสี่ยง</div><div>นวัตกรรม</div></div>                   | <div><div>คะแนนด้านบรรษัทภิบาลและความยั่งยืนของ CK อยู่ในระดับปานกลางที่ 3.2</div><div>แม้กระบวนการจะเป็นการออกอิสระ แต่ในบอร์ดบริษัทที่มีทั้งหมด 11 คน มีการออกอิสระเพียง 5 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมซึ่งควรเป็น 2 ใน 3 ของจำนวนสมาชิกบอร์ด และมีการออกหุ้นเพียง 1 คนเท่านั้น</div><div>ในด้านที่ดี CK มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการความรับผิดชอบต่อสังคมและความยั่งยืน รวมถึงคณะกรรมการบรรษัทภิบาลและบริหารความเสี่ยง ซึ่งทั้งหมดมีประธานที่เป็นกรรมการอิสระ</div><div>บริษัทได้แต่งตั้ง EY Office Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของกลุ่มบริษัท</div></div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 36,725       | 37,721       | 42,712       | 44,285       | 45,842       |
| Cost of sales                     | 33,917       | 34,742       | 39,192       | 40,636       | 42,064       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>2,808</b> | <b>2,979</b> | <b>3,519</b> | <b>3,649</b> | <b>3,777</b> |
| % gross margin                    | 7.6%         | 7.9%         | 8.2%         | 8.2%         | 8.2%         |
| Selling & administration expenses | 2,051        | 2,229        | 2,349        | 2,436        | 2,521        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>757</b>   | <b>750</b>   | <b>1,170</b> | <b>1,213</b> | <b>1,256</b> |
| % operating margin                | 2.1%         | 2.0%         | 2.7%         | 2.7%         | 2.7%         |
| Depreciation & amortization       | 1,117        | 854          | 1,071        | 1,084        | 1,090        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>1,874</b> | <b>1,604</b> | <b>2,242</b> | <b>2,297</b> | <b>2,346</b> |
| % EBITDA margin                   | 5.1%         | 4.3%         | 5.2%         | 5.2%         | 5.1%         |
| Non-operating income              | 1,182        | 1,049        | 1,145        | 1,170        | 1,136        |
| Non-operating expenses            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (1,830)      | (2,020)      | (2,184)      | (1,965)      | (1,948)      |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>109</b>   | <b>(222)</b> | <b>132</b>   | <b>418</b>   | <b>444</b>   |
| Income tax                        | 83           | 119          | 136          | 256          | 334          |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>26</b>    | <b>(340)</b> | <b>(4)</b>   | <b>162</b>   | <b>110</b>   |
| % net margin                      | 0.1%         | -0.9%        | 0.0%         | 0.4%         | 0.2%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | 1,520        | 1,875        | 2,014        | 2,046        | 2,194        |
| Minority interests                | (93)         | (89)         | (70)         | (73)         | (75)         |
| Extraordinary items               | 49           | 0            | 500          | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>1,501</b> | <b>1,446</b> | <b>2,439</b> | <b>2,135</b> | <b>2,229</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>1,452</b> | <b>1,446</b> | <b>1,939</b> | <b>2,135</b> | <b>2,229</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.9          | 0.9          | 1.4          | 1.3          | 1.3          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.9          | 0.9          | 1.1          | 1.3          | 1.3          |

*We forecast CK's earnings to turn around this year...*

*...driven by higher revenue recognition from its backlog and earnings contributions from its associates*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2023A         | 2024A          | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|---------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |                |                |                |                |
| Current assets:                 | 32,666        | 46,154         | 49,679         | 48,991         | 48,289         |
| Cash & cash equivalent          | 7,784         | 10,188         | 14,000         | 12,000         | 10,000         |
| Account receivables             | 4,215         | 5,472          | 7,021          | 7,280          | 7,536          |
| Inventories                     | 8,954         | 11,710         | 8,590          | 8,906          | 9,220          |
| Others                          | 11,713        | 18,783         | 20,068         | 20,805         | 21,534         |
| Investments & loans             | 51,490        | 54,961         | 55,161         | 58,161         | 61,161         |
| Net fixed assets                | 10,287        | 9,520          | 9,449          | 9,365          | 9,275          |
| Other assets                    | 2,302         | 2,467          | 2,577          | 2,674          | 2,771          |
| <b>Total assets</b>             | <b>96,745</b> | <b>113,102</b> | <b>116,866</b> | <b>119,191</b> | <b>121,495</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |                |                |                |                |
| Current liabilities:            | 27,258        | 45,635         | 43,237         | 46,190         | 46,343         |
| Account payables                | 4,058         | 4,376          | 5,369          | 5,567          | 5,993          |
| Bank overdraft & ST loans       | 6,801         | 4,371          | 5,660          | 5,374          | 5,438          |
| Current LT debt                 | 8,000         | 12,024         | 9,168          | 8,706          | 8,809          |
| Others current liabilities      | 8,400         | 24,864         | 23,040         | 26,544         | 26,104         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>40,724</b> | <b>38,009</b>  | <b>41,768</b>  | <b>39,659</b>  | <b>40,129</b>  |
| Others LT liabilities           | 2,755         | 2,979          | 3,382          | 3,508          | 3,632          |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>70,737</b> | <b>86,623</b>  | <b>88,386</b>  | <b>89,357</b>  | <b>90,105</b>  |
| Minority interest               | 526           | 569            | 639            | 712            | 787            |
| Preferreds shares               | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 1,694         | 1,694          | 1,694          | 1,694          | 1,694          |
| Share premium                   | 4,869         | 4,869          | 4,869          | 4,869          | 4,869          |
| Warrants                        | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Surplus                         | 2,023         | 1,510          | 1,510          | 1,510          | 1,510          |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>16,896</b> | <b>17,836</b>  | <b>19,767</b>  | <b>21,049</b>  | <b>22,530</b>  |
| Shareholders' equity            | 25,482        | 25,910         | 27,841         | 29,123         | 30,604         |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>96,745</b> | <b>113,102</b> | <b>116,866</b> | <b>119,191</b> | <b>121,495</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates



## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2023A          | 2024A          | 2025F        | 2026F          | 2027F          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 109            | (222)          | 132          | 418            | 444            |
| Tax paid                          | (82)           | (114)          | (138)        | (255)          | (335)          |
| Depreciation & amortization       | 1,117          | 854            | 1,071        | 1,084          | 1,090          |
| Chg In working capital            | (3,773)        | (3,694)        | 2,564        | (377)          | (143)          |
| Chg In other CA & CL / minorities | (2,708)        | 11,627         | (1,094)      | 4,812          | 1,026          |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>(5,336)</b> | <b>8,452</b>   | <b>2,535</b> | <b>5,682</b>   | <b>2,082</b>   |
| Capex                             | (1,288)        | (87)           | (1,000)      | (1,000)        | (1,000)        |
| Right of use                      | 74             | 24             | (5)          | (5)            | (5)            |
| ST loans & investments            | (30)           | (38)           | 0            | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | (1,732)        | (3,471)        | (200)        | (3,000)        | (3,000)        |
| Adj for asset revaluation         | 107            | 0              | 0            | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | (354)          | (336)          | 798          | 34             | 33             |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(3,224)</b> | <b>(3,908)</b> | <b>(407)</b> | <b>(3,971)</b> | <b>(3,972)</b> |
| Debt financing                    | 9,435          | (1,121)        | 2,192        | (2,857)        | 637            |
| Capital increase                  | 0              | 0              | 0            | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (421)          | (508)          | (508)        | (854)          | (747)          |
| Warrants & other surplus          | 269            | (511)          | 0            | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>9,283</b>   | <b>(2,140)</b> | <b>1,684</b> | <b>(3,711)</b> | <b>(111)</b>   |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>(6,624)</b> | <b>8,365</b>   | <b>1,535</b> | <b>4,682</b>   | <b>1,082</b>   |

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2023A  | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 20.4   | 20.5  | 15.3  | 13.9  | 13.3  |
| Normalized PE - at target price (x) | 24.5   | 24.6  | 18.3  | 16.7  | 16.0  |
| PE (x)                              | 19.7   | 20.5  | 12.2  | 13.9  | 13.3  |
| PE - at target price (x)            | 23.7   | 24.6  | 14.6  | 16.7  | 16.0  |
| EV/EBITDA (x)                       | 41.3   | 46.0  | 32.2  | 31.1  | 31.5  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 44.4   | 49.7  | 34.9  | 33.7  | 34.1  |
| P/BV (x)                            | 1.2    | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| P/BV - at target price (x)          | 1.4    | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.2   |
| P/CFO (x)                           | (5.6)  | 3.5   | 11.7  | 5.2   | 14.2  |
| Price/sales (x)                     | 0.8    | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.6   |
| Dividend yield (%)                  | 1.7    | 1.7   | 2.9   | 2.5   | 2.6   |
| FCF Yield (%)                       | (22.3) | 28.2  | 5.2   | 15.8  | 3.7   |
| <b>(Bt)</b>                         |        |       |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.9    | 0.9   | 1.1   | 1.3   | 1.3   |
| EPS                                 | 0.9    | 0.9   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| DPS                                 | 0.3    | 0.3   | 0.5   | 0.4   | 0.5   |
| BV/share                            | 15.0   | 15.3  | 16.4  | 17.2  | 18.1  |
| CFO/share                           | (3.2)  | 5.0   | 1.5   | 3.4   | 1.2   |
| FCF/share                           | (3.9)  | 4.9   | 0.9   | 2.8   | 0.6   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

CK now trades 38%  
below its associates'  
market value...

...which we believe is  
unjustified



**FINANCIAL RATIOS**

| <b>FY ending Dec</b>             | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Growth Rate</b>               |              |              |              |              |              |
| Sales (%)                        | 100.8        | 2.7          | 13.2         | 3.7          | 3.5          |
| Net profit (%)                   | 35.9         | (3.7)        | 68.7         | (12.5)       | 4.4          |
| EPS (%)                          | 35.9         | (3.7)        | 68.7         | (12.5)       | 4.4          |
| Normalized profit (%)            | 64.6         | (0.4)        | 34.1         | 10.1         | 4.4          |
| Normalized EPS (%)               | 64.6         | (0.4)        | 34.1         | 10.1         | 4.4          |
| Dividend payout ratio (%)        | 33.9         | 35.1         | 35.0         | 35.0         | 35.0         |
| <b>Operating performance</b>     |              |              |              |              |              |
| Gross margin (%)                 | 7.6          | 7.9          | 8.2          | 8.2          | 8.2          |
| Operating margin (%)             | 2.1          | 2.0          | 2.7          | 2.7          | 2.7          |
| EBITDA margin (%)                | 5.1          | 4.3          | 5.2          | 5.2          | 5.1          |
| Net margin (%)                   | 0.1          | (0.9)        | (0.0)        | 0.4          | 0.2          |
| D/E (incl. minor) (x)            | 2.1          | 2.1          | 2.0          | 1.8          | 1.7          |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 1.8          | 1.7          | 1.5          | 1.4          | 1.4          |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 0.4          | 0.4          | 0.5          | 0.6          | 0.6          |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 1.0          | 0.8          | 1.0          | 1.2          | 1.2          |
| ROA - using norm profit (%)      | 1.6          | 1.4          | 1.7          | 1.8          | 1.9          |
| ROE - using norm profit (%)      | 5.9          | 5.6          | 7.2          | 7.5          | 7.5          |
| <b>DuPont</b>                    |              |              |              |              |              |
| ROE - using after tax profit (%) | 0.1          | na           | na           | 0.6          | 0.4          |
| - asset turnover (x)             | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.4          |
| - operating margin (%)           | 5.3          | na           | 5.4          | 5.4          | 5.2          |
| - leverage (x)                   | 3.7          | 4.1          | 4.3          | 4.1          | 4.0          |
| - interest burden (%)            | 5.6          | (12.3)       | 5.7          | 17.6         | 18.6         |
| - tax burden (%)                 | 23.7         | na           | na           | 38.7         | 24.7         |
| WACC (%)                         | 7.7          | 7.7          | 7.7          | 7.7          | 7.7          |
| ROIC (%)                         | 0.3          | 1.0          | 1.6          | 1.5          | 1.5          |
| NOPAT (Bt m)                     | 179          | 750          | 1,088        | 1,068        | 1,068        |
| invested capital (Bt m)          | 73,223       | 70,125       | 70,437       | 70,861       | 74,979       |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**BUY** (Unchanged)  
Change in Numbers

**TP: Bt 11.00**  
Upside : 18.9%

(From: Bt 9.00 )  
**17 SEPTEMBER 2025**

Small Cap Research

# Stecon Group Pcl. (STECON TB)

## กลับมาเติบโต

STECON กำลังอยู่ในช่วงฟื้นตัวของกำไรหลังขาดทุนในปี 2024 เราคาดว่า EPS จะเติบโต 27/10% ในปี 2026-27F โดยได้แรงหนุนจากงานในมือมูลค่า 1 แสนลบ. งานใหม่จากภาคเอกชนที่มีกำไรสูง และไม่มีผลขาดทุนจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลือง ด้วยข้อขายที่ 2026F PE ที่ 12 และ P/BV ที่ 0.9 เท่า เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” STECON



**SAKSID PHADTHANARAK**  
662-779-9119  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 11.0 บาท; แนะนำ “ซื้อ”  
บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง – “เติบโตด้วยตัวเอง” วันที่ 17 กันยายน 2025 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” STECON 1) ผลการดำเนินงาน 1H25 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด ทำให้เราปรับกำไรปี 2025-27F ขึ้น 8/5/6% (Exhibit 1) ด้วยเปลี่ยนมาใช้ฐาน 2026F ทำให้ราคาเป้าหมายของเราปรับขึ้นเป็น 11.0 บาท (จาก 9.0 บาท) 2) แม้จะรวมผลกระทบจากความล่าช้าในการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานจากความเป็นไปได้ที่จะมีการเลือกตั้งทั่วไปใน 1H26F แต่เรายังคงคาดว่ากำไรจะเติบโต 27/10% ในปี 2026-27F 3) ราคาหุ้นยังไม่แพงเมื่อเทียบกับทิศทางกำไรฟื้นตัวของกำไร โดยข้อขายที่ 2026F PE ที่ 12 เท่า และ P/BV ที่ 0.9 เท่า

### ปัจจัยขับเคลื่อน

ปัจจัยหนุนการฟื้นตัวของกำไรของ STECON คือ มูลค่างานในมือมหาศาลฐานอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น และไม่มีผลขาดทุนจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองอีกต่อไป งานในมือของ STECON ณ 2Q25 อยู่ที่ 1.0 แสนลบ. (ไม่รวมโครงการอุโมงค์มูลค่า 2.7 หมื่นลบ.) เราคาดว่า STECON จะสามารถรับงานใหม่จากภาคเอกชนได้เพิ่มเติมใน 4Q25F เช่น โครงการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน 1.4 หมื่นลบ. โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 5.0 พันลบ. และโครงการอาคารพาณิชย์มูลค่า 4.0 พันลบ. ซึ่งจะช่วยให้งานในมือเพิ่มขึ้นเป็น 1.07 แสนลบ. ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งจะช่วยหนุนการเติบโตของรายได้ที่ 6-8% ต่อปี ในปี 2026-27F เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัวอยู่ที่ 7.2% ในปี 2025-27F (4.4/-0.4% ในปี 2023-24 และ 7.4% ในปี 1H25) เนื่องจากไม่มีโครงการขาดทุนอีกต่อไป และมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และดาต้าเซ็นเตอร์ที่มีอัตรากำไรสูง นอกจากนี้จะไม่มีผลขาดทุนจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลืองอีก เนื่องจากปัจจุบันถูกบันทึกเป็นเงินปันผลแทนส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (equity income)

### งบดุลที่แข็งแกร่ง

เพื่อเพิ่มฐานรายได้ประจำในระยะยาว STECON มีแผนใช้จ่ายลงทุนราว 2-2.5 พันลบ. ต่อปี เพื่อกระจายธุรกิจไปยังกลุ่มพลังงานสะอาด โครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล ระบบน้ำ และภาคโลจิสติกส์และการขนส่ง จนถึงปัจจุบัน STECON ใช้จ่ายไปแล้วราว 10-11 พันลบ. สำหรับแผนนี้ (ดู Exhibit 9) แม้จะรวมการลงทุนปีละ 2 พันลบ. แต่เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของ STECON จะยังคงอยู่ในระดับต่ำเพียง 0.1-0.2 เท่า

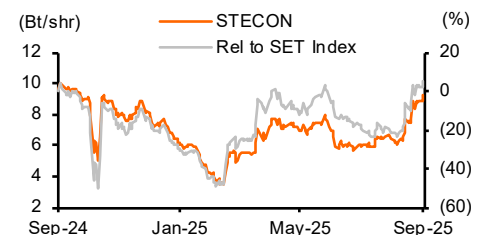
### ความเป็นไปได้ในการถอนตัวจากโครงการอุโมงค์

STECON ถือหุ้น 20% ในบริษัท U-Tapao International Aviation (UTA) ซึ่งเป็นกลุ่มพันธมิตรที่ชนะการประมูลโครงการสนามบินอุโมงค์มูลค่า 2.9 แสนลบ. แม้จะชนะประมูลตั้งแต่ปี 2019 แต่โครงการยังไม่เริ่มดำเนินการเนื่องจากรัฐบาลไม่สามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ต้องก่อสร้างรถไฟความเร็วสูงเชื่อมสามสนามบินได้ มีความเป็นไปได้สูงที่ UTA จะยกเลิกสัญญา เราไม่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อ STECON เนื่องจาก UTA สามารถถอนตัวจากโครงการโดยไม่ต้องถูกลงโทษ เพราะรัฐบาลไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไข และยังสามารถเรียกร้องให้รัฐบาลชดเชยเงินลงทุนที่ได้จ่ายไปแล้วกว่า 4-5 พันลบ. ได้อีกด้วย

## COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2024A   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| Sales             | 30,005  | 31,848 | 34,370 | 36,422 |
| Net profit        | (2,357) | 1,255  | 1,153  | 1,267  |
| Consensus NP      | —       | 1,227  | 1,073  | 1,151  |
| Diff frm cons (%) | —       | 2.3    | 7.4    | 10.1   |
| Norm profit       | (1,268) | 905    | 1,153  | 1,267  |
| Prev. Norm profit | —       | 841    | 1,097  | 1,192  |
| Chg frm prev (%)  | —       | 7.6    | 5.1    | 6.3    |
| Norm EPS (Bt)     | (0.8)   | 0.6    | 0.8    | 0.8    |
| Norm EPS grw (%)  | na      | na     | 27.4   | 9.9    |
| Norm PE (x)       | na      | 15.5   | 12.2   | 11.1   |
| EV/EBITDA (x)     | na      | 8.4    | 6.9    | 6.2    |
| P/BV (x)          | 0.8     | 0.9    | 0.9    | 0.8    |
| Div yield (%)     | 0.0     | 2.7    | 2.9    | 3.6    |
| ROE (%)           | na      | 5.5    | 7.2    | 7.5    |
| Net D/E (%)       | 22.9    | 16.3   | 13.2   | 9.8    |

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

|                             |                           |
|-----------------------------|---------------------------|
| Price as of 16-Sep-25 (Bt)  | 9.25                      |
| Market Cap (US\$ m)         | 443.2                     |
| Listed Shares (m shares)    | 1,519.1                   |
| Free Float (%)              | 55.3                      |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 2.5                       |
| 12M Price H/L (Bt)          | 9.25/3.44                 |
| Sector                      | Construction              |
| Major Shareholder           | C.T.Venture Co.,LTD 19.3% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P23

**Ex 1: Key Assumption Changes**

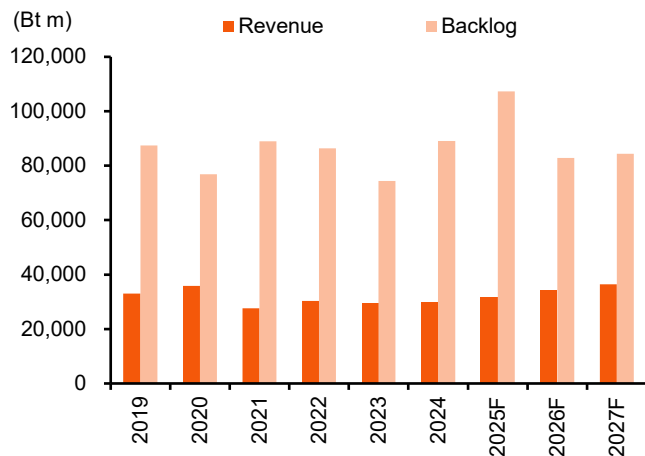
|                                 | 2022 | 2023 | 2024    | 2025F | 2026F  | 2027F |
|---------------------------------|------|------|---------|-------|--------|-------|
| <b>New work value (Bt bn)</b>   |      |      |         |       |        |       |
| New                             | 27.7 | 17.6 | 44.7    | 50.0  | 10.0   | 38.0  |
| Old                             |      |      |         | 40.0  | 30.0   | 15.0  |
| Change (%)                      |      |      |         | 25.0  | (66.7) | 153.3 |
| <b>Revenue (Bt bn)</b>          |      |      |         |       |        |       |
| New                             | 30.3 | 29.6 | 30.0    | 31.8  | 34.4   | 36.4  |
| Old                             |      |      |         | 31.6  | 33.7   | 35.5  |
| Change (%)                      |      |      |         | 0.6   | 2.0    | 2.7   |
| <b>Gross margin (%)</b>         |      |      |         |       |        |       |
| New                             | 5.1  | 4.4  | (0.4)   | 7.2   | 7.2    | 7.2   |
| Old                             |      |      |         | 7.0   | 7.0    | 7.0   |
| Change (ppt)                    |      |      |         | 0.2   | 0.2    | 0.2   |
| <b>Equity income (Bt m)</b>     |      |      |         |       |        |       |
| New                             | 34   | (70) | (584)   | (200) | (80)   | (80)  |
| Old                             |      |      |         | (251) | (80)   | (80)  |
| Change (%)                      |      |      |         | na    | na     | na    |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b> |      |      |         |       |        |       |
| New                             | 821  | 502  | (1,268) | 905   | 1,153  | 1,267 |
| Old                             |      |      |         | 841   | 1,097  | 1,192 |
| Change (%)                      |      |      |         | 7.6   | 5.1    | 6.3   |

Source: Company data, Thanachart estimates

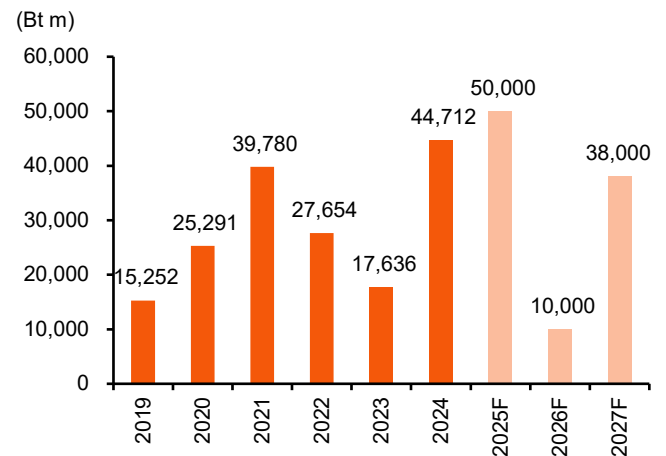
**Ex 2: STECON's SOTP Value**

| BBG code                                | % holding | Fair value<br>(Bt m) | 15% discount<br>(Bt m) | Share price<br>(Bt/share) | Market value<br>(Bt m) |
|-----------------------------------------|-----------|----------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| GULF TB                                 | 1.5%      | 12,717               | 10,809                 | 46.25                     | 10,503                 |
| TSE TB                                  | 9.0%      | 95                   | 81                     | 0.56                      | 107                    |
| BGSR                                    | 10.0%     | 402                  | 342                    | na                        | na                     |
| Pink & Yellow lines                     | 15.0%     | 1,106                | 940                    | na                        | na                     |
| <b>Total</b>                            |           | <b>14,320</b>        | <b>12,172</b>          |                           | <b>10,610</b>          |
| <b>Per STECON share (Bt)</b>            |           |                      | <b>8.0</b>             |                           | <b>7.0</b>             |
| <b>Construction business value (Bt)</b> |           |                      | <b>2.6</b>             |                           |                        |
| <b>Our TP (Bt)</b>                      |           |                      | <b>11.0</b>            |                           |                        |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: STECON's Revenue And Backlog**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: SETCON's New Work Value**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: STECON's Potential Projects**

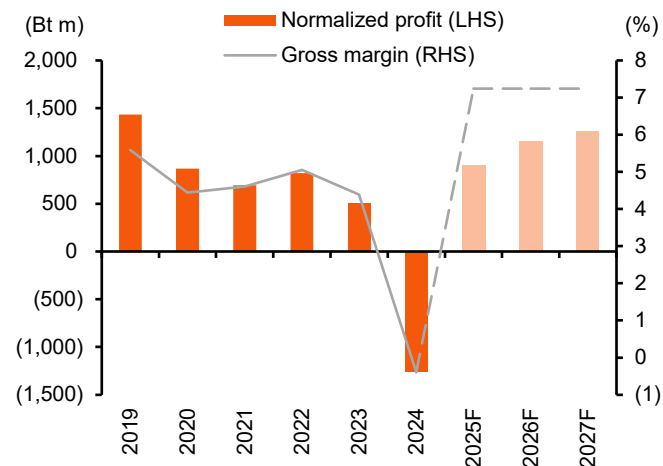
| STECON's high potential projects |                        | Value (Bt m)  | Project progress           |
|----------------------------------|------------------------|---------------|----------------------------|
| Data center                      | Data centers           | 14,000        | Bidding                    |
| Power plant                      | Renewable power plants | 5,000         | Open for bidding this year |
| Building                         | Commercial buildings   | 4,000         | Open for bidding this year |
| <b>Total</b>                     |                        | <b>23,000</b> |                            |

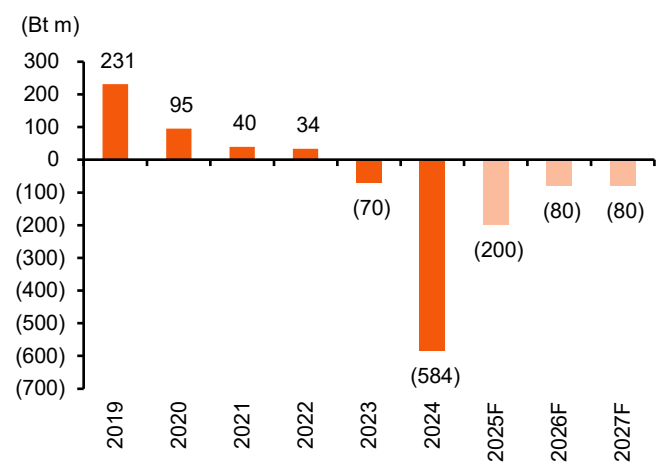
| Government's projects |                      | Value (Bt m)   | Project progress                   |
|-----------------------|----------------------|----------------|------------------------------------|
| Mass transit          | Red Line extensions  | 14,700         | Approved by the cabinet            |
| High-speed train      | Phase 2              | 235,000        | Approved by the cabinet            |
| Motorways             | M5 & M9              | 73,000         | Approved by the cabinet            |
| Expressway            | N2 & Kratuu - Patong | 31,000         | Waiting for the cabinet's approval |
| Double-track railway  | Phase 2              | 285,300        | Waiting for the cabinet's approval |
| Airport               | Expansions           | 63,000         | Design process                     |
| <b>Total</b>          |                      | <b>702,000</b> |                                    |

Sources: Company data, Thanachart compilation

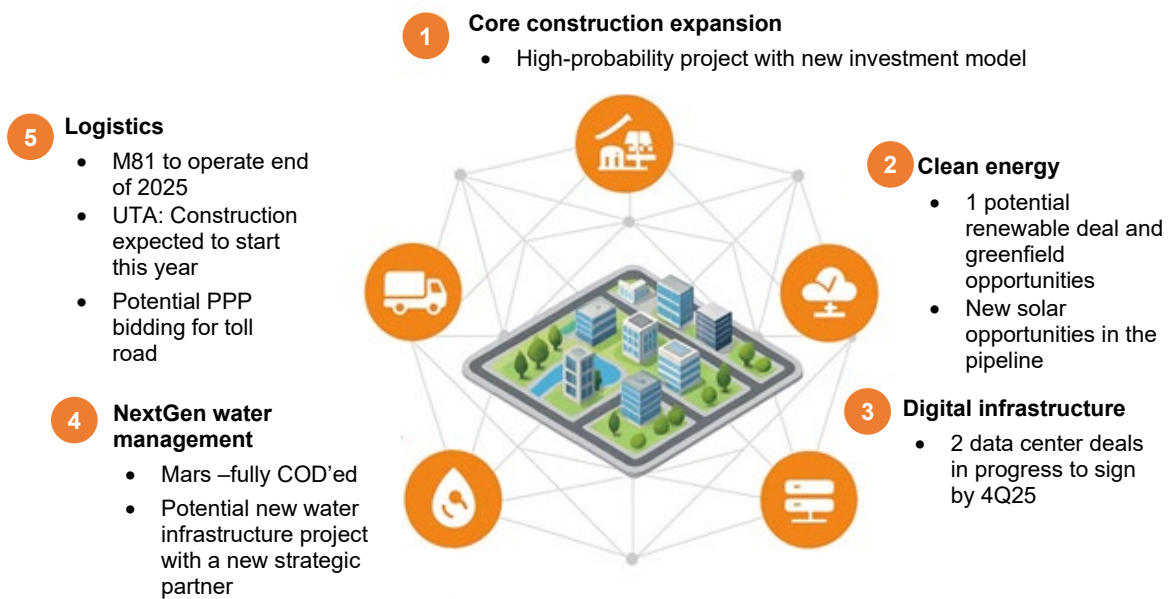
Note: \* See details in our sector report, *On its own feet*, dated 17 September 2025

**Ex 6: STECON's Gross Margin And Earnings**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: STECON's Equity Income**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: Business Diversification Plan**

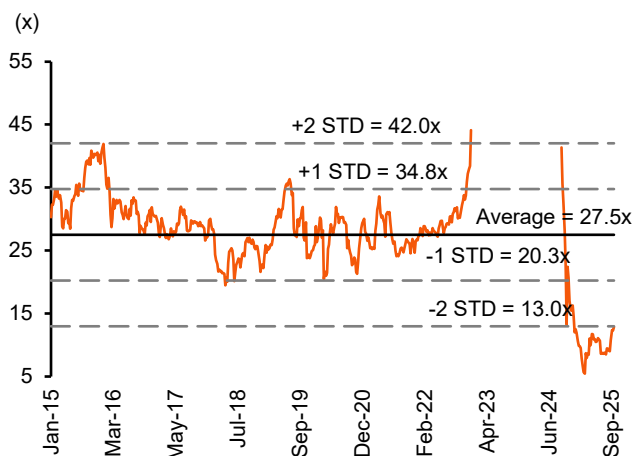
Source: Company data

## Ex 9: STECON's Investments

| Company                    | Business                                          | Capacity       | COD/Founded       | STECON's investment | STECON's stake    | Purpose                                             |
|----------------------------|---------------------------------------------------|----------------|-------------------|---------------------|-------------------|-----------------------------------------------------|
| Gulf Development           | - Power plant developer                           | -              | 2007              | Bt1.8bn             | 1.5%              | - Long-term recurring income                        |
| U-Tapao Int'l Aviation     | - Concessionaire to operate U-tapao Airport       | 60m pax        | Under negotiation | Bt1.5bn             | 20.0%             | - Long-term recurring income                        |
| M6 & M81 Motorways         | - O&M contracts to operate intercity motorways    | -              | 2025-26           | Bt252m              | 10.0%             | - Long-term recurring income                        |
| Mars Water Supply          | - Water supplier for household and industrial use | 39,000 cm3/day | January 2025      | Bt317m              | 51.0%             | - Long-term recurring income                        |
| Data Center at Bang Na     | - Data center facility                            | 25-75MW        | 2027F             | Bt4bn               | Major Shareholder | - Long-term recurring income                        |
| Data Center at Bang Pakong | - Data center facility                            | 50-100MW       | 1Q-2Q26F          | Bt2-3bn             | Preferred share   | - Long-term recurring income                        |
| Alice Technologies         | - Construction schedule optimization platform     | -              | 2015              | US\$2m              | 1.6%              | - Using its software to optimize construction       |
| Asperitas                  | - Immersion cooling technology for data centers   | -              | 2017              | Eur1.85m            | 10.0%             | - Using its technology for data centers in Thailand |

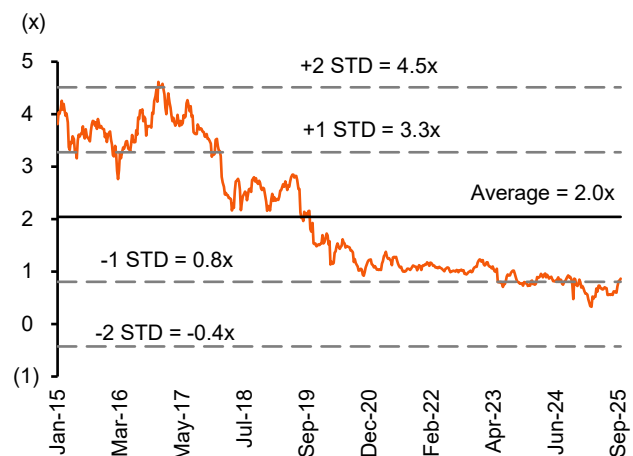
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 10: STECON's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 11: STECON's P/BV Standard Deviation



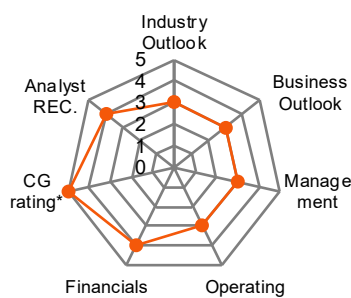
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในบริษัทวิศวกรรมและการก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยบริษัทจะดำเนินงานโยธาและงานระบบเครื่องกล ในโครงการก่อสร้างอาคาร, โครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐาน, พลังงาน, และสิ่งแวดล้อม, และอุตสาหกรรม บริษัทดำเนินงานโดยเป็นทั้งผู้รับเหมาหลัก, ผู้รับเหมาช่วง, และพันธมิตรร่วมค้า กับลูกค้าทั้งภาครัฐ และเอกชน STEC แบ่งงานก่อสร้างของบริษัทตามประเภทการก่อสร้างออกเป็น 5 ประเภทหลัก คือ งานก่อสร้างด้านสาธารณูปโภค งานก่อสร้างด้านอุตสาหกรรม งานก่อสร้างด้านอาคาร งานก่อสร้างด้านพลังงานงาน และงานก่อสร้างด้านสิ่งแวดล้อม

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

|           |   |
|-----------|---|
| Excellent | 5 |
| Good      | 4 |
| Fair      | 3 |
| Weak      | 2 |
| Very Weak | 1 |
| None      | 0 |

Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม ด้วยเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้
- เป็นผู้รับเหมาระดับ 1 ที่สามารถจะชนะการประมูลโครงการก่อสร้างต่างๆ ได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า

## O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในช่วงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- ความกังวลในเรื่องมีไฟฟ้าใช้ไม่พอยังทำให้มีการเร่งลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

## W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ STECON ขึ้นกับโครงการประมูล จึงไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า STECON จะชนะการประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มขึ้นของต้นทุนแรงงาน และการขาดแคลนแรงงาน

## T — Threat

- การใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าจะราคาน่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 9.07      | 11.00      | 21%     |
| Net profit 25F (Bt m) | 1,227     | 1,255      | 2%      |
| Net profit 26F (Bt m) | 1,073     | 1,153      | 7%      |
| Consensus REC         | BUY: 14   | HOLD: 1    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิของเราในปี 2025-26F สูงกว่าตัวเลขประมาณการเฉลี่ยของ Bloomberg consensus ราว 2-7% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลจากการที่เราใช้สมมติฐานการเติบโตของยอดขายและอัตรากำไรในเชิงรุกมากกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐาน 2026F และคาดการณ์กำไรและมูลค่ารวมตามวิธี SOTP ที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

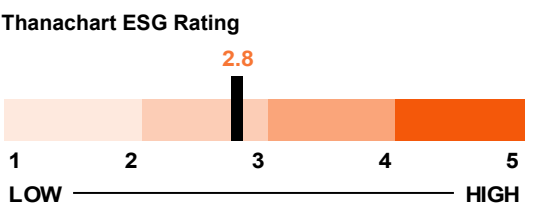
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการดำเนินการโครงการโครงสร้างพื้นฐานนั้นช้ากว่าที่เราคาดไว้ จะกระตุ้นให้เราปรับลดสมมติฐานมูลค่างานใหม่และการคาดการณ์กำไรของเรา
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ STEC ดังนั้นราคาที่เพิ่มขึ้น จึงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดอาจส่งผลเชิงลบอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของประชาชนและการลงทุนใหม่

Source: Thanachart



STECON เป็น 1 ใน 3 บริษัทวิศวกรรมและการก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยดำเนินธุรกิจก่อสร้างงานทุกประเภททั้งงานโยธา และงานเครื่องกลในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน อาคาร และโรงไฟฟ้า STECON ได้รับการจัดอันดับ SET ESG ที่ AA สำหรับปี 2024 คะแนน ESG ของเราสำหรับ STECON อยู่ที่ 2.78 ซึ่งถูกกีดกันจากโครงการที่ขาดทุนบางโครงการและโครงสร้างคณะกรรมการที่อ่อนแอ.



|        | SET ESG Index | SET ESG (BBB-AAA) | DJSI Index | MSCI (CCC-AAA) | ESG Book (0-100) | Refinitiv (0-100) | S&P Global (0-100) | Moody's (0-100) | CG Rating (0-5) |
|--------|---------------|-------------------|------------|----------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| STECON | YES           | AA                | -          | -              | -                | -                 | 27.00              | -               | 5.0             |

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

| Factors                                                                                                                                                                                                                                                                 | Our Comments                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมในระดับปานกลางกับ STECON แม้ว่าบริษัทฯ จะปฏิบัติตามกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้องและมีความมุ่งมั่นต่อปัญหาสิ่งแวดล้อม แต่การจัดการสิ่งแวดล้อมของบริษัทฯ อยู่ในระดับมาตรฐานมากกว่าการปฏิบัติที่ดีที่สุด</li><li>STECON ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 2% ภายในปี 2027, 8% ภายในปี 2036, และ 20% ภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่สำนักงานใหญ่เพิ่มขึ้น 96 ตัน CO2e เนื่องจากการขยายตัวของอาคารดำเนินงานและกิจกรรมทางธุรกิจ</li><li>บริษัทฯ ติดตามคุณภาพอากาศที่ไซต์ก่อสร้างโดยการวัดค่าฝุ่น PM10, PM2.5, คาร์บอนมอนอกไซด์, และไนโตรเจนไดออกไซด์ รวมถึงความเร็วและทิศทางลม ค่าที่วัดได้ส่วนใหญ่เป็นไปตามมาตรฐานที่ประกาศโดยคณะกรรมการสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ</li><li>การวัดมลภาวะทางเสียงยังรวมถึงระดับความดันเสียงเฉลี่ยใน 24 ชั่วโมง ระดับเสียงสูงสุด และระดับความรำคาญจากเสียง คุณภาพน้ำจะถูกวัดจากค่า pH, BOD, ของแข็งแขวนลอย, ชัลฟิรต์, ของแข็งทั้งหมดที่ละลาย เป็นต้น ค่าเกือบทั้งหมดอยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน</li></ul> |
| <p><b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขภาพและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>                    | <ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสังคมในระดับปานกลางกับ STECON โดยบริษัทฯ ปฏิบัติตามมาตรฐานในบางข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง ซึ่งบางข้ออาจต่ำกว่าความคาดหวังในบางด้าน.</li><li>STECON ให้ความสำคัญกับพระราชบัญญัติ ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พ.ศ. ๒๕๕๔ บริษัทฯ ยังได้จัดอบรมด้านความปลอดภัยในการทำงานให้กับพนักงานทุกคนก่อนเข้าทำงาน เปลี่ยนงาน เปลี่ยนสถานที่ทำงาน หรือเปลี่ยนเครื่องจักรหรืออุปกรณ์</li><li>บริษัทฯ ได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 45001 ระบบการจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัย เวอร์ชัน 2018 จาก SGS และมาตรฐาน ISO 9001 ระบบการจัดการคุณภาพ เวอร์ชัน 2015 จาก UKAS และ NAC ในปี 2023 บริษัทฯ ไม่มีอุบัติเหตุในเวลายานพาหนะในหมู่พนักงานเลยตลอด 10 ล้านชั่วโมงการทำงานที่โครงการโรงไฟฟ้าหินกอง, 2 ล้านชั่วโมงการทำงานที่โครงการ LEO และ 900,000 ชั่วโมงการทำงานที่โครงการระบบบำบัดน้ำเสียธนบุรี</li><li>บริษัทฯ เริ่มโครงการ "ซิโน-ไทย คีนก้าไรส์สังคม" ตั้งแต่ปี 2002 โดยการสร้างอาคารเรียน, อาคารห้องสมุด และการมอบทุนการศึกษาและอุปกรณ์การเรียน</li></ul>                          |
| <p><b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>        | <ul style="list-style-type: none"><li>คะแนนการกำกับดูแลและความยั่งยืนของ STECON อยู่ในระดับปานกลาง</li><li>บริษัทฯ มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่สมบูรณ์แบบ เนื่องจากประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ โดยมีกรรมการอิสระจำนวนครึ่งหนึ่งจาก 12 คน ซึ่งถือว่าเป็นจำนวนที่ดี แต่ยังต่ำกว่าระดับ 2/3 ที่เหมาะสม มีกรรมการหญิงสามคน</li><li>ด้านบวก STECON มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและค่าตอบแทนที่มีประธานอิสระ และยังมีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงและการพัฒนาที่ยั่งยืน</li><li>ประเด็นล่าสุดในการตั้งสำรองจำนวนมากสำหรับโครงการที่ขาดทุนส่งผลกระทบต่อคะแนนด้านการกำกับดูแล ความเสี่ยงในการดำเนินงาน และความยั่งยืน</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2023A        | 2024A          | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 29,598       | 30,005         | 31,848       | 34,370       | 36,422       |
| Cost of sales                     | 28,299       | 30,123         | 29,543       | 31,881       | 33,785       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>1,299</b> | <b>(118)</b>   | <b>2,306</b> | <b>2,488</b> | <b>2,637</b> |
| % gross margin                    | 4.4%         | -0.4%          | 7.2%         | 7.2%         | 7.2%         |
| Selling & administration expenses | 834          | 846            | 1,083        | 1,031        | 1,093        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>464</b>   | <b>(964)</b>   | <b>1,223</b> | <b>1,457</b> | <b>1,544</b> |
| % operating margin                | 1.6%         | -3.2%          | 3.8%         | 4.2%         | 4.2%         |
| Depreciation & amortization       | 805          | 755            | 770          | 890          | 1,010        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>1,270</b> | <b>(209)</b>   | <b>1,993</b> | <b>2,347</b> | <b>2,554</b> |
| % EBITDA margin                   | 4.3%         | -0.7%          | 6.3%         | 6.8%         | 7.0%         |
| Non-operating income              | 262          | 341            | 351          | 361          | 402          |
| Non-operating expenses            | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (43)         | (158)          | (239)        | (237)        | (220)        |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>683</b>   | <b>(782)</b>   | <b>1,335</b> | <b>1,581</b> | <b>1,727</b> |
| Income tax                        | 102          | (68)           | 200          | 316          | 345          |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>582</b>   | <b>(714)</b>   | <b>1,135</b> | <b>1,265</b> | <b>1,381</b> |
| % net margin                      | 2.0%         | -2.4%          | 3.6%         | 3.7%         | 3.8%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | (70)         | (584)          | (200)        | (80)         | (80)         |
| Minority interests                | (10)         | 31             | (30)         | (32)         | (34)         |
| Extraordinary items               | 23           | (1,089)        | 350          | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>526</b>   | <b>(2,357)</b> | <b>1,255</b> | <b>1,153</b> | <b>1,267</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>502</b>   | <b>(1,268)</b> | <b>905</b>   | <b>1,153</b> | <b>1,267</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.3          | (1.6)          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.3          | (0.8)          | 0.6          | 0.8          | 0.8          |

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2023A         | 2024A         | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |               |               |               |
| Current assets:                 | 20,636        | 20,082        | 21,735        | 23,167        | 24,332        |
| Cash & cash equivalent          | 5,310         | 3,425         | 3,500         | 3,500         | 3,500         |
| Account receivables             | 10,386        | 11,559        | 12,216        | 13,183        | 13,970        |
| Inventories                     | 3,274         | 3,231         | 4,047         | 4,367         | 4,628         |
| Others                          | 1,665         | 1,867         | 1,972         | 2,116         | 2,234         |
| Investments & loans             | 21,395        | 24,531        | 21,531        | 21,531        | 21,531        |
| Net fixed assets                | 3,951         | 4,683         | 5,913         | 7,023         | 8,013         |
| Other assets                    | 1,467         | 2,221         | 2,334         | 2,484         | 2,609         |
| <b>Total assets</b>             | <b>47,449</b> | <b>51,516</b> | <b>51,512</b> | <b>54,204</b> | <b>56,484</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |               |               |               |
| Current liabilities:            | 26,698        | 30,156        | 31,531        | 33,195        | 34,408        |
| Account payables                | 18,506        | 18,977        | 21,449        | 23,147        | 24,529        |
| Bank overdraft & ST loans       | 4,745         | 6,921         | 5,514         | 5,156         | 4,726         |
| Current LT debt                 | 117           | 146           | 153           | 143           | 131           |
| Others current liabilities      | 3,330         | 4,112         | 4,415         | 4,749         | 5,022         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>0</b>      | <b>438</b>    | <b>460</b>    | <b>430</b>    | <b>394</b>    |
| Others LT liabilities           | 2,680         | 3,080         | 3,393         | 3,643         | 3,847         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>29,377</b> | <b>33,673</b> | <b>35,384</b> | <b>37,268</b> | <b>38,649</b> |
| Minority interest               | 441           | 432           | 462           | 494           | 529           |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Paid-up capital                 | 1,519         | 1,519         | 1,519         | 1,519         | 1,519         |
| Share premium                   | 2,089         | 2,089         | 2,089         | 2,089         | 2,089         |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Surplus                         | 4,691         | 7,056         | 7,056         | 7,056         | 7,056         |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>9,332</b>  | <b>6,747</b>  | <b>5,002</b>  | <b>5,778</b>  | <b>6,642</b>  |
| Shareholders' equity            | 17,631        | 17,411        | 15,666        | 16,442        | 17,306        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>47,449</b> | <b>51,516</b> | <b>51,512</b> | <b>54,204</b> | <b>56,484</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect a strong earnings turnaround from this year onward...*

*...due to its revenue growth, a gross margin recovery, and lower equity losses*

*STECON's financial status looks solid*

## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2023A          | 2024A          | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 683            | (782)          | 1,335          | 1,581          | 1,727          |
| Tax paid                          | (102)          | 68             | (200)          | (316)          | (345)          |
| Depreciation & amortization       | 805            | 755            | 770            | 890            | 1,010          |
| Chg In working capital            | (7,166)        | (658)          | 999            | 411            | 334            |
| Chg In other CA & CL / minorities | 156            | 26             | (2)            | 110            | 76             |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>(5,623)</b> | <b>(590)</b>   | <b>2,902</b>   | <b>2,676</b>   | <b>2,801</b>   |
| Capex                             | (1,314)        | (1,488)        | (2,000)        | (2,000)        | (2,000)        |
| Right of use                      | 740            | 209            | (10)           | (10)           | (10)           |
| ST loans & investments            | (55)           | (77)           | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | 2,077          | (3,135)        | 3,000          | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | (6,694)        | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | (1,188)        | (1,583)        | 560            | 109            | 90             |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(6,434)</b> | <b>(6,074)</b> | <b>1,550</b>   | <b>(1,901)</b> | <b>(1,920)</b> |
| Debt financing                    | 4,862          | 2,642          | (1,377)        | (399)          | (478)          |
| Capital increase                  | (14)           | (0)            | 0              | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (457)          | (229)          | 0              | (376)          | (403)          |
| Warrants & other surplus          | 4,680          | 2,366          | (3,000)        | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>9,070</b>   | <b>4,780</b>   | <b>(4,377)</b> | <b>(775)</b>   | <b>(881)</b>   |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>(6,937)</b> | <b>(2,078)</b> | <b>902</b>     | <b>676</b>     | <b>801</b>     |

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2023A  | 2024A  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 28.0   | na     | 15.5  | 12.2  | 11.1  |
| Normalized PE - at target price (x) | 33.3   | na     | 18.5  | 14.5  | 13.2  |
| PE (x)                              | 26.7   | na     | 11.2  | 12.2  | 11.1  |
| PE - at target price (x)            | 31.8   | na     | 13.3  | 14.5  | 13.2  |
| EV/EBITDA (x)                       | 10.7   | na     | 8.4   | 6.9   | 6.2   |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 12.8   | na     | 9.7   | 8.1   | 7.2   |
| P/BV (x)                            | 0.8    | 0.8    | 0.9   | 0.9   | 0.8   |
| P/BV - at target price (x)          | 0.9    | 1.0    | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| P/CFO (x)                           | (2.5)  | (23.8) | 4.8   | 5.3   | 5.0   |
| Price/sales (x)                     | 0.5    | 0.5    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| Dividend yield (%)                  | 1.1    | 0.0    | 2.7   | 2.9   | 3.6   |
| FCF Yield (%)                       | (49.4) | (14.8) | 6.4   | 4.8   | 5.7   |
| <b>(Bt)</b>                         |        |        |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.3    | (0.8)  | 0.6   | 0.8   | 0.8   |
| EPS                                 | 0.3    | (1.6)  | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| DPS                                 | 0.1    | 0.0    | 0.2   | 0.3   | 0.3   |
| BV/share                            | 11.6   | 11.5   | 10.3  | 10.8  | 11.4  |
| CFO/share                           | (3.7)  | (0.4)  | 1.9   | 1.8   | 1.8   |
| FCF/share                           | (4.6)  | (1.4)  | 0.6   | 0.4   | 0.5   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Its valuation looks attractive to us at PE of 12x in 2026F and P/BV of 0.9x vs. its peers' average of 14x and 1.3x*

**FINANCIAL RATIOS**

| <b>FY ending Dec</b>             | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025F</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Growth Rate</b>               |              |              |              |              |              |
| Sales (%)                        | (2.4)        | 1.4          | 6.1          | 7.9          | 6.0          |
| Net profit (%)                   | (38.7)       | na           | na           | (8.2)        | 9.9          |
| EPS (%)                          | (38.7)       | na           | na           | (8.2)        | 9.9          |
| Normalized profit (%)            | (38.8)       | na           | na           | 27.4         | 9.9          |
| Normalized EPS (%)               | (38.8)       | na           | na           | 27.4         | 9.9          |
| Dividend payout ratio (%)        | 28.9         | 0.0          | 30.0         | 35.0         | 40.0         |
| <b>Operating performance</b>     |              |              |              |              |              |
| Gross margin (%)                 | 4.4          | (0.4)        | 7.2          | 7.2          | 7.2          |
| Operating margin (%)             | 1.6          | (3.2)        | 3.8          | 4.2          | 4.2          |
| EBITDA margin (%)                | 4.3          | (0.7)        | 6.3          | 6.8          | 7.0          |
| Net margin (%)                   | 2.0          | (2.4)        | 3.6          | 3.7          | 3.8          |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.3          |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (0.0)        | 0.2          | 0.2          | 0.1          | 0.1          |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 10.8         | na           | 5.1          | 6.1          | 7.0          |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 29.4         | na           | 8.4          | 9.9          | 11.6         |
| ROA - using norm profit (%)      | 1.0          | na           | 1.8          | 2.2          | 2.3          |
| ROE - using norm profit (%)      | 2.7          | na           | 5.5          | 7.2          | 7.5          |
| <b>DuPont</b>                    |              |              |              |              |              |
| ROE - using after tax profit (%) | 3.1          | na           | 6.9          | 7.9          | 8.2          |
| - asset turnover (x)             | 0.6          | 0.6          | 0.6          | 0.7          | 0.7          |
| - operating margin (%)           | 2.5          | na           | 4.9          | 5.3          | 5.3          |
| - leverage (x)                   | 2.6          | 2.8          | 3.1          | 3.3          | 3.3          |
| - interest burden (%)            | 94.1         | 125.4        | 84.8         | 87.0         | 88.7         |
| - tax burden (%)                 | 85.1         | na           | 85.0         | 80.0         | 80.0         |
| WACC (%)                         | 11.1         | 11.1         | 11.1         | 11.1         | 11.1         |
| ROIC (%)                         | 3.5          | (5.6)        | 4.8          | 6.4          | 6.6          |
| NOPAT (Bt m)                     | 395          | (964)        | 1,040        | 1,166        | 1,235        |
| invested capital (Bt m)          | 17,183       | 21,491       | 18,293       | 18,671       | 19,056       |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

| Score range  | Description                                                                                                                                                   |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CCC - B      | <b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks                                         |
| BB - BBB - A | <b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers |
| AA - AAA     | <b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities                                                    |

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.



MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

| Score range | Description     |                                                                                                                                                       |
|-------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 0 to 25     | First Quartile  | Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.     |
| > 25 to 50  | Second Quartile | Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| > 50 to 75  | Third Quartile  | Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.    |
| > 75 to 100 | Fourth Quartile | Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.         |

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

**หมายเหตุ:** ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

## Thanachart Research Team

|                                                                                                              |                                                                                                             |                                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>หัวหน้าฝ่าย, Strategy</b><br>พิมพ์ภา นิการุณ, CFA<br>pimpaka.nic@thanachartsec.co.th                      | <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA<br>adisak.phu@thanachartsec.co.th               | <b>วิเคราะห์เทคนิค</b><br>ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ<br>pattarawan.wan@thanachartsec.co.th            |
| <b>สาธารณูปโภค, สื่อสาร</b><br>ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์<br>nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th                   | <b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ</b><br>พัทธดนย์ บุณนาค<br>pattadol.bun@thanachartsec.co.th | <b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b><br>พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์<br>phannarai.von@thanachartsec.co.th |
| <b>ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง</b><br>รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ<br>rata.lim@thanachartsec.co.th | <b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b><br>รวีสร่า สุวรรณอำไพ<br>rawisara.suw@thanachartsec.co.th                      | <b>ขนส่ง, รับเหมา</b><br>ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์<br>saksid.pha@thanachartsec.co.th             |
| <b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b><br>ศิริพร อรุโณทัย<br>siriporn.aru@thanachartsec.co.th                    | <b>พลังงาน , วิโตรเคมี</b><br>ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ<br>yupapan.pol@thanachartsec.co.th                      | <b>นักวิเคราะห์, แพล</b><br>ลาภินี ทิพยมณฑล<br>lapinee.dib@thanachartsec.co.th                   |
| <b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b><br>วิชานันท์ ธรรมบำรุง<br>witchanan.tam@thanachartsec.co.th                        | <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล<br>thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th                   | <b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b><br>สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์<br>sittichet.run@thanachartsec.co.th     |
| <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA<br>nariporn.kla@thanachartsec.co.th                    |                                                                                                             |                                                                                                  |

## Data Support Team

|                                                              |                                                                      |                                                                    |
|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| <b>มฤดี เพชรแสงใสกุล</b><br>monrudee.pet@thanachartsec.co.th | <b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b><br>kasemrat.jit@thanachartsec.co.th          | <b>วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b><br>varathip.run@thanachartsec.co.th |
| <b>สุนทร รักษาวัต</b><br>sunset.rak@thanachartsec.co.th      | <b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์</b><br>suksawat.lim@thanachartsec.co.th | <b>สุจินตนา สภาพร</b><br>sujintana.sth@thanachartsec.co.th         |

**Thanachart Securities Pcl.**  
Research Team  
18 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th