

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 และมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินที่มีอัตรากำไรสูง 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

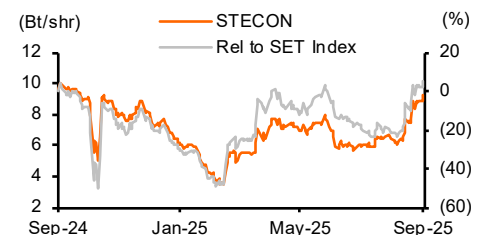
ความเป็นไปได้ในการถอนตัวจากโครงการอุโมงค์

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

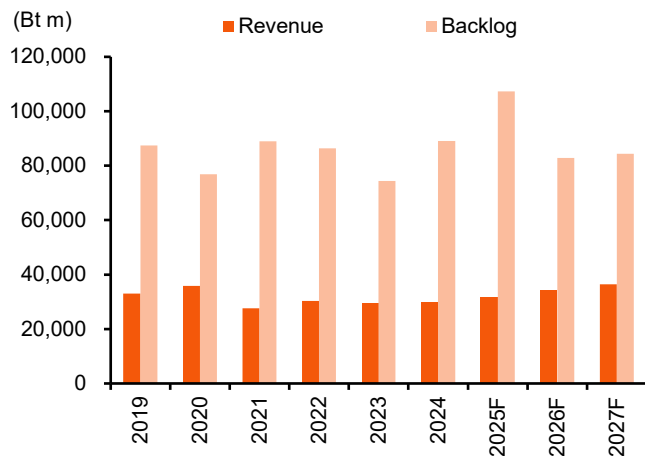
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
New work value (Bt bn)						
New	27.7	17.6	44.7	50.0	10.0	38.0
Old				40.0	30.0	15.0
Change (%)				25.0	(66.7)	153.3
Revenue (Bt bn)						
New	30.3	29.6	30.0	31.8	34.4	36.4
Old				31.6	33.7	35.5
Change (%)				0.6	2.0	2.7
Gross margin (%)						
New	5.1	4.4	(0.4)	7.2	7.2	7.2
Old				7.0	7.0	7.0
Change (ppt)				0.2	0.2	0.2
Equity income (Bt m)						
New	34	(70)	(584)	(200)	(80)	(80)
Old				(251)	(80)	(80)
Change (%)				na	na	na
Normalized profit (Bt m)						
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

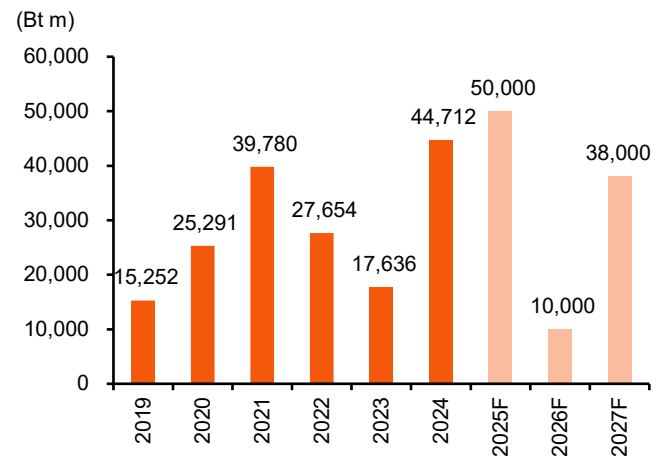
Ex 2: STECON's SOTP Value

BBG code	% holding	Fair value (Bt m)	15% discount (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (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
Total		14,320	12,172		10,610
Per STECON share (Bt)			8.0		7.0
Construction business value (Bt)			2.6		
Our TP (Bt)			11.0		

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

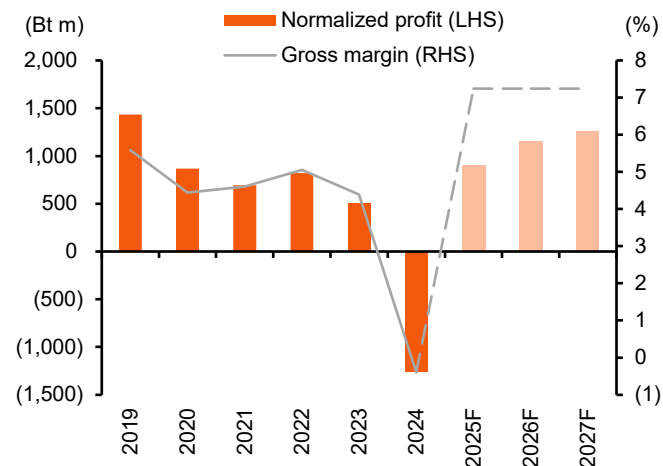
Ex 5: STECON's Potential Projects

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
Total		23,000	

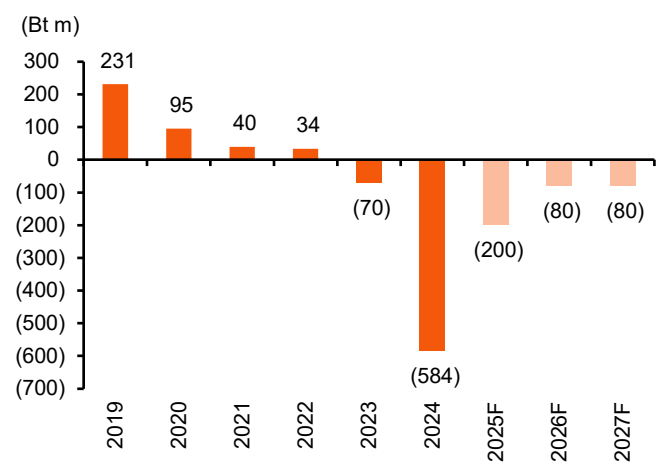
Government's projects		Value (Bt m)	Project progress
Mass transit	Red Line extensions	14,700	Approved by the cabinet
High-speed train	Phase 2	235,000	Approved by the cabinet
Motorways	M5 & M9	73,000	Approved by the cabinet
Expressway	N2 & Kratuu - Patong	31,000	Waiting for the cabinet's approval
Double-track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

Sources: Company data, Thanachart compilation

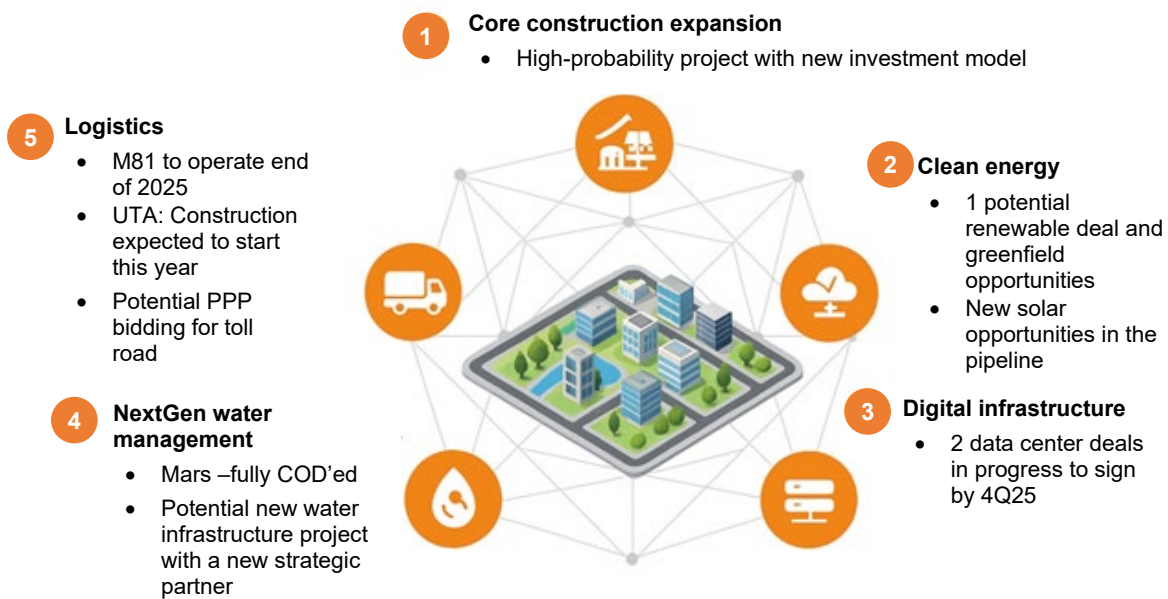
Note: * See details in our sector report, *On its own feet*, dated 17 September 2025

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

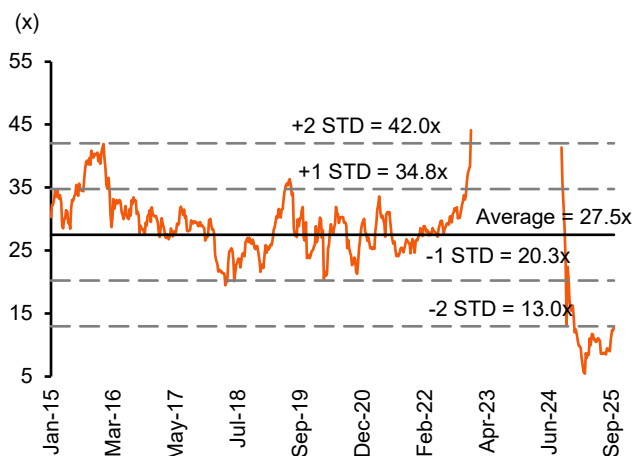
Source: Company data

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

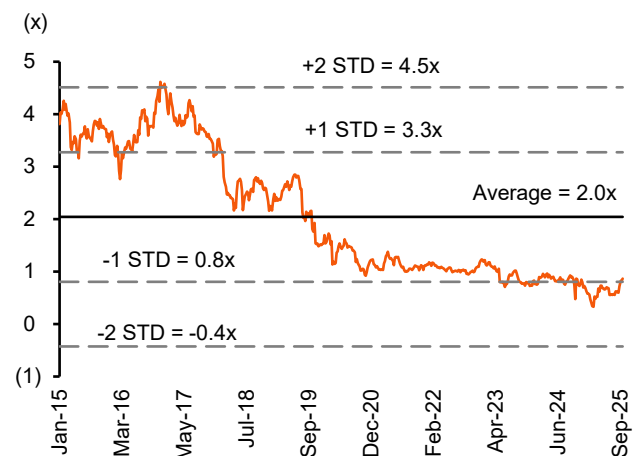
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: STECON's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: STECON's P/BV Standard Deviation



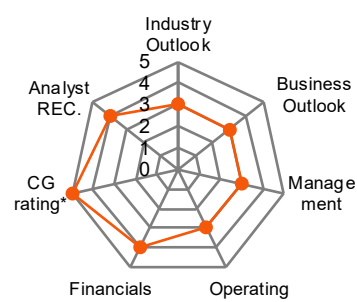
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

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

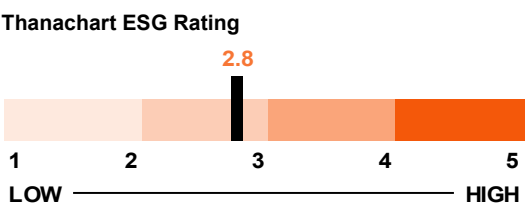
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมในระดับปานกลางกับ STECON แม้ว่าบริษัทฯ จะปฏิบัติตามกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้องและมีความมุ่งมั่นต่อปัญหาสิ่งแวดล้อม แต่การจัดการสิ่งแวดล้อมของบริษัทฯ อยู่ในระดับมาตรฐานมากกว่าการปฏิบัติที่ดีที่สุดSTECON ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 2% ภายในปี 2027, 8% ภายในปี 2036, และ 20% ภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่สำนักงานใหญ่เพิ่มขึ้น 96 ตัน CO2e เนื่องจากการขยายตัวของอาคารดำเนินงานและกิจกรรมทางธุรกิจบริษัทฯ ติดตามคุณภาพอากาศที่ไซต์ก่อสร้างโดยการวัดค่าฝุ่น PM10, PM2.5, คาร์บอนมอนอกไซด์, และไนโตรเจนไดออกไซด์ รวมถึงความเร็วและทิศทางลม ค่าที่วัดได้ส่วนใหญ่เป็นไปตามมาตรฐานที่ประกาศโดยคณะกรรมการสิ่งแวดล้อมแห่งชาติการวัดมลภาวะทางเสียงยังรวมถึงระดับความดันเสียงเฉลี่ยใน 24 ชั่วโมง ระดับเสียงสูงสุด และระดับความรำคาญจากเสียง คุณภาพน้ำจะถูกวัดจากค่า pH, BOD, ของแข็งแขวนลอย, ชัลฟิรต์, ของแข็งทั้งหมดที่ละลาย เป็นต้น ค่าเกือบทั้งหมดอยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขภาพและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสังคมในระดับปานกลางกับ STECON โดยบริษัทฯ ปฏิบัติตามมาตรฐานในบางข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง ซึ่งบางข้ออาจต่ำกว่าความคาดหวังในบางด้าน.STECON ให้ความสำคัญกับพระราชบัญญัติ ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พ.ศ. ๒๕๕๔ บริษัทฯ ยังได้จัดอบรมด้านความปลอดภัยในการทำงานให้กับพนักงานทุกคนก่อนเข้าทำงาน เปลี่ยนงาน เปลี่ยนสถานที่ทำงาน หรือเปลี่ยนเครื่องจักรหรืออุปกรณ์บริษัทฯ ได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 45001 ระบบการจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัย เวอร์ชัน 2018 จาก SGS และมาตรฐาน ISO 9001 ระบบการจัดการคุณภาพ เวอร์ชัน 2015 จาก UKAS และ NAC ในปี 2023 บริษัทฯ ไม่มีอุบัติเหตุในเวลางานในหมู่พนักงานเลยตลอด 10 ล้านชั่วโมงการทำงานที่โครงการโรงไฟฟ้าหินกอง, 2 ล้านชั่วโมงการทำงานที่โครงการ LEO และ 900,000 ชั่วโมงการทำงานที่โครงการระบบบำบัดน้ำเสียธนบุรีบริษัทฯ เริ่มโครงการ "ซิโน-ไทย คีนก้าไรส์สังคม" ตั้งแต่ปี 2002 โดยการสร้างอาคารเรียน, อาคารห้องสมุด และการมอบทุนการศึกษาและอุปกรณ์การเรียน
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">คะแนนการกำกับดูแลและความยั่งยืนของ STECON อยู่ในระดับปานกลางบริษัทฯ มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่สมบูรณ์แบบ เนื่องจากประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ โดยมีกรรมการอิสระจำนวนครึ่งหนึ่งจาก 12 คน ซึ่งถือว่าเป็นจำนวนที่ดี แต่ยังต่ำกว่าระดับ 2/3 ที่เหมาะสม มีกรรมการหญิงสามคนด้านบวก STECON มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและค่าตอบแทนที่มีประธานอิสระ และยังมีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงและการพัฒนาที่ยั่งยืนประเด็นล่าสุดในการตั้งสำรองจำนวนมากสำหรับโครงการที่ขาดทุนส่งผลกระทบต่อคะแนนด้านการกำกับดูแล ความเสี่ยงในการดำเนินงาน และความยั่งยืน

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
Gross profit	1,299	(118)	2,306	2,488	2,637
% gross margin	4.4%	-0.4%	7.2%	7.2%	7.2%
Selling & administration expenses	834	846	1,083	1,031	1,093
Operating profit	464	(964)	1,223	1,457	1,544
% operating margin	1.6%	-3.2%	3.8%	4.2%	4.2%
Depreciation & amortization	805	755	770	890	1,010
EBITDA	1,270	(209)	1,993	2,347	2,554
% 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)
Pre-tax profit	683	(782)	1,335	1,581	1,727
Income tax	102	(68)	200	316	345
After-tax profit	582	(714)	1,135	1,265	1,381
% 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
NET PROFIT	526	(2,357)	1,255	1,153	1,267
Normalized profit	502	(1,268)	905	1,153	1,267
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
ASSETS:					
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
Total assets	47,449	51,516	51,512	54,204	56,484
LIABILITIES:					
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
Total LT debt	0	438	460	430	394
Others LT liabilities	2,680	3,080	3,393	3,643	3,847
Total liabilities	29,377	33,673	35,384	37,268	38,649
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
Retained earnings	9,332	6,747	5,002	5,778	6,642
Shareholders' equity	17,631	17,411	15,666	16,442	17,306
Liabilities & equity	47,449	51,516	51,512	54,204	56,484

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
Cash flow from operations	(5,623)	(590)	2,902	2,676	2,801
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
Cash flow from investments	(6,434)	(6,074)	1,550	(1,901)	(1,920)
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
Cash flow from financing	9,070	4,780	(4,377)	(775)	(881)
Free cash flow	(6,937)	(2,078)	902	676	801

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
(Bt)					
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

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
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
Operating performance					
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
DuPont					
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	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: 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 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.

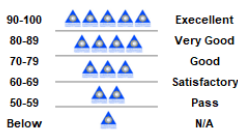
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

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

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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